全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



中国金融期货交易所
China Financial Futures Exchange

金融期货投资者教育丛书

主编 朱玉辰

CASE STUDIES ON FUTURES INVESTMENT

期货投资经典案例

刘英华 编著



上海远东出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



中国金融期货交易所
China Financial Futures Exchange

金 融 期 货 投 资 者 教 育 丛 书

主 编 朱 玉 辰

期货投资经典案例

刘英华 编著

上海远东出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目(CIP)数据

期货投资经典案例/刘英华编著.—上海：上海远东出版社，2009
(金融期货投资者教育丛书)
ISBN 978-7-80706-872-3

Ⅰ. 期… Ⅱ. 刘… Ⅲ. 期货交易—基本知识 Ⅳ. F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 197928 号

责任编辑：严 侃
封面设计：李 廉
版式设计：李如琬
责任制作：李 昕

期货投资经典案例

编著：刘英华
出版：上海世纪出版股份有限公司远东出版社
地址：中国上海市仙霞路 357 号
邮编：200336
网址：www.ydbook.com
发行：新华书店上海发行所 上海远东出版社
制版：南京展望文化发展有限公司
印刷：上海望新印刷厂
装订：上海望新印刷厂
版次：2009 年 3 月第 1 版
印次：2009 年 3 月第 1 次印刷
开本：710×1000 1/16
字数：163 千字
印张：14 插页 1
印数：1—3250

ISBN 978-7-80706-872-3/F·363 定价：39.00 元

版权所有 盗版必究（举报电话：62347733）
如发生质量问题，读者可向工厂调换。
零售、邮购电话：021-62347733-8555

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总 序

经过多年深化改革和不断扩大对外开放，我国国民经济持续健康稳定发展，资本市场迎来了重要的发展机遇期。随着国务院《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》的贯彻落实，以及各项改革发展工作的不断深入，资本市场发生了转折性变化：规模明显扩大，功能有效发挥，运行规范性与运行质量大幅提高，逐步呈现国民经济“晴雨表”的作用，为资本市场的创新发展打下了坚实基础。

积极稳妥地发展股指期货等金融期货市场，既是资本市场进一步深入发展的客观需要，也是市场各类投资者进行风险管理的迫切要求，对完善市场结构、丰富交易品种、加快金融体制改革、增强国民经济的抗风险能力具有重要意义。从全球经验来看，股指期货的突出作用和根本生命力在于：为市场提供了保值避险的工具，增加了做空交易机制，使股票市场的系统风险能被有效分割、转移和再吸收，从而为市场提供风险出口，在日常波动中化解市场风险，在动态调节中维持金融平衡，增强市场整体的弹性和灵活性，促进市场实现健康、持续、稳定发展。股指期货推出后，还将产生创新示范效应，引发系列金融创新，不断丰富金融产品，增强市场机构差异化竞争活力，开启金融市场自主创新的新时代，促使金融产品多元化、投资策略多样化、竞

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

争模式多层次化的金融生态环境早日形成。

同时，必须充分认识到，在推进资本市场改革、创新、发展过程中，随着我国参与经济全球化竞争程度的不断提高，我国经济和金融市场与国际市场的联系变得更加密切，我国资本市场发展正面临日益错综复杂的外部经济金融环境。而且，我国资本市场发展的基础尚不牢固，夯实市场发展基础，防范和化解风险，是我们必须面对的一项长期艰巨的任务。在这种情况下发展金融期货市场，必须深入贯彻落实科学发展观，时刻保持清醒冷静的头脑，适时总结历史经验教训，充分借鉴国际成熟经验，准确把握资本市场尤其是股指期货市场的内在发展规律及我国资本市场“新兴加转轨”的阶段性特征，深刻认识股指期货等金融衍生品的产品属性，把加强风险控制和强化市场基础性制度建设一以贯之地放在战略性高度，按照“高标准、稳起步”的要求，扎实做好各项筹备工作。

在各项工作中，持续深入地开展投资者教育工作是重中之重。国际经验充分表明，构建健康稳定的金融期货市场，离不开成熟理性的市场投资者。我国资本市场发展时间不长，相当数量投资者的风险意识淡薄，投资理念尚不成熟。因此，需要进一步提高对投资者教育重要性的认识，从认识风险、揭示风险和防范风险入手，高度重视投资者教育工作，积极构建层次丰富、覆盖面广的投资者教育体系，进一步提高投资者教育的针对性和有效性，做到“把风险讲够，把规则讲透”，切实增强投资者的自我保护意识、法律意识和风险防范能力，牢固树立起“买者自负”的意识。这既是保护投资者合法权益的重要内容，也是加强市场基础建设的重要内容，更是推进资本市场改革发展的一项长期性、系统性工作，关系到金融期货市场的平稳运行、功能发挥

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

及长远发展。

为了进一步推进投资者教育工作，中国金融期货交易所组织编写了“金融期货投资者教育丛书”。这套丛书面对的是广大普通投资者，力求以内容详尽、深入浅出、生动活泼、通俗易懂为特色，重点宣传“一个有足够知识准备的投资者，才是真正受保护的投资者”的理念。其主要内容：一是向广大投资者介绍金融期货基础知识和基本操作；二是帮助投资者认识金融期货的风险，提高风险防范能力；三是探讨金融期货市场发展过程中的热点问题；四是加强投资者的自我保护能力。相信本丛书的出版，能够给广大投资者提供必要的信息和有益的借鉴，从而对我国股指期货市场的发展起到良好的推动作用。

刘鸿儒

2008 年 6 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前　言

期货的英文为"futures"，是由"未来"一词演化而来，它是指交易双方不必在买卖发生的初期就交收实货，而是共同约定在未来某一时间交收实货，因此国人就称之为"期货"。

虽然真正意义上的期货交易始于近代，但具有期货性质的远期交易历史可以追溯到中世纪。当时的农民和商人为了规避农产品价格风险，已经开始了远期交易。假定一位农民在某年5月种下谷物，在9月收获时以市价出售。由于谷物的价格受供求关系的影响，9月谷物的价格是不确定的。如果到时供小于求，谷物价格可能涨到很高，农民将获得丰厚利润；如果到时供大于求，谷物价格可能很低，农民就会获利较少甚至亏损。显然，农民面临着很大的价格不确定的风险。而对于需要买进谷物的商人来说，他们同样也面临着很大的价格风险。在供大于求的情况下，价格对商人们会很有利。但是当供小于求时，价格对他们就很不利。在这种情况下，农民和商人根据双方对9月谷物供求的预期，在较早的时间达成一个一致的价格，就很有意义。换句话说，他们可以协商制定某种类型的期货合约，这个期货合约可以消除双方各自面临的因未来价格不确定而产生的风险。这就是最早的期货交易。

真正意义上的期货交易始于19世纪中叶。1848年，美国芝

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加哥期货交易所(CBOT)成立,这是现代期货市场和期货交易出现的重要标志。

19世纪初期,芝加哥是美国最大的谷物集散中心。当时,交通极为不便,信息传递落后,储存谷物的仓库很少,因此农产品价格常常发生大幅波动,使得农民和粮食贸易商都无所适从。为了避免大规模的损失,农民和商人们开始进行远期交易,双方确定一段时间后(比如下一年)买卖的数量和价格,到期时按照商量好的价格一手交钱一手交货。1848年,商人们自发成立了芝加哥期货交易所。在成立的初期,芝加哥期货交易所为会员提供的仍然只是远期交易。随着交易规模的扩大,远期合约在交易中遇到很多实际困难:质量、价格、等级、交货时间和地点等方面都由双方自己商定,没有明确、统一的标准,合约签订后能否履行与买卖双方的信用有很大关系。如果市场情况出现变化,违约风险和交易纠纷就会大量增加,这无疑极大地限制了期货功能的发挥。

为了进一步规范交易,降低风险,减少交易成本,1865年,芝加哥期货交易所推出了第一个标准化的期货合约——玉米期货合约。和远期交易不同,期货合约由于是标准化的,减少了很多交易纠纷,不仅可以在到期时像远期交易那样一手交钱一手交货,还可以在到期前对合约进行买卖。由于摆脱了一定要在到期时实现钱货两清的限制,期货交易迅速发展起来。这种对合约的买卖就成为期货交易的主要活动。而具有远期交易特点的到期一手交钱一手交货的活动占期货交易的比例越来越少。

在此之后,为了确保履约,芝加哥期货交易所推行了保证金制度,并成立了专门的结算机构,有组织的期货交易终于形成。最初的期货标的物主要是农产品,如大豆、棉花等。随着西方发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

达国家进入工业化发展阶段，出现了铜、铝等金属期货和石油等能源期货。

进入 20 世纪 70 年代，世界金融体制发生了重大变化。布雷顿森林体系解体，各国货币和美元脱钩，浮动汇率制建立起来。西方国家也放松了对利率的管制，导致汇率、利率不断波动。为了有效规避这些风险，市场上出现了金融期货。1972 年 5 月，芝加哥商业交易所推出了历史上第一个外汇期货，标志着金融期货的诞生。此后，国债期货和股指期货陆续出现。

从期货市场产生和发展的历史可以看出，期货交易的出现主要源于规避价格波动风险的需要，因此，规避风险是期货市场最主要的功能。然而，期货市场本身并不能消除风险，只是提供了一个风险交易的场所。通过期货交易，风险在不同投资者之间进行转移，达到重新分配的目的。通常，按照参与目的的不同，期货市场有三类参与者：套期保值者、套利者和投机者。通过期货交易，现实世界中的风险在不同类型的投资者之间重新分配，从而使风险厌恶者达到规避风险的目的。

期货市场发展至今，已经成为风险管理的重要场所，有力地促进了现货市场的发展，提高了现货市场定价的效率。尽管建立期货市场的初衷是为了规避风险，但由于期货交易本身的高杠杆性，如果投机者对价格变动的方向判断失误，或者套期保值者建立了过多的头寸，又或者投资者出现资金不足，都可能导致投资失败。更为严重的是，期货市场的失误可能导致企业破产，甚至期货品种消亡。在期货发展的历史上，这样的事例数不胜数。

前事不忘，后事之师。在我国股指期货即将推出之际，认真回顾国内外期货市场的投资案例，总结其中的经验教训，可以帮

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

助我们进一步认识期货市场的风险。对投资期货的个人或者机构而言，可以从这些投资案例中获得启示，对于风险控制和资金管理都有一定的帮助。而对于期货监管者而言，深入研究这些事件背后的制度性因素，对于规范我国期货市场，进一步完善我国期货市场的制度建设都有重要的意义。基于这样的目的，我们搜集了国内外十几个典型的期货投资案例，详细阐述了案例发生的背景及事件经过，分析了事件发生的原因，最终编成本书。

本书的内容包括海外案例和国内案例两大部分。海外部分涉及的主要是股指期货方面的案例，也包括其他一些金融衍生工具案例。国内部分涉及的主要是国内商品期货市场的风险事件，如天然橡胶 R708 事件、苏州红小豆事件等，还包括一部分国内企业投资境外期货市场的案例，如株冶锌期货事件等。在案例分析的最后，我们加入了一些关于案例的链接，帮助读者了解案例发生时媒体的报道情况。

自 1990 年郑州粮食批发市场成立并引入期货交易机制以来，我国期货市场经历了近 20 年的发展，取得了长足的进步。当前，我国期货市场进入了一个关键的发展时期，尤其是股指期货即将推出，这将成为我国期货发展历史上具有里程碑意义的大事。我们相信，随着股指期货的推出，我国期货市场将翻开崭新的一页，资本市场将得到进一步完善，期货市场在我国国民经济中将发挥越来越重要的作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目　录

总序　刘鸿儒 …… 1

前言 …… 1

第一部分　海外案例 …… 1

1　美国“87 股灾” …… 3

1987 年 10 月 19 日，一个被金融界称为“黑色星期一”的日子，一个被《纽约时报》冠以“华尔街历史上最坏的日子”。道琼斯指数一天内重挫 508.32 点，跌幅达 22.6%，股指损失 5 000 亿美元，相当于美国全年 GNP 的 1/8。

2　巴林银行事件 …… 12

1995 年，世界首家商业银行——巴林银行因金融衍生工具投资失败引致亏损高达 9.16 亿英镑。荷兰国际集团象征性地以 1 英镑收购了巴林银行，巴林银行长达 223 年的历史划上了句号。

3　住友铜事件 …… 25

1996 年，住友商社声称：其交易员未经授权参与期铜交易，并企图操纵市场价格，导致亏损达 18 亿美元，并同意支付 1.25 亿美元的民事罚款。这是美国政府开出最大金额的民事罚款。

4　芬丘奇公司操纵市场失败案 …… 34

1996 年，CFTC 宣布芬丘奇公司存在操纵美国国债期货及现货市场的行为，需接受系列裁决，包括向美国财政部支付 60

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

万美元的民事罚款等。

5 香港金融保卫战 …… 44

1997年末，以索罗斯为首的国际炒家开始攻击港元，利用汇市、股市和期市之间的互动规律大肆投机。1998年中，香港特区政府果断出手干预，限制国际炒家的投机活动，取得了最终的胜利。

6 长期资本管理公司的兴衰 …… 54

长期资本管理公司拥有超豪华的数量金融团队，利用大量历史数据进行数量化分析和程序化交易来寻找套利机会。然而，他们忽视了“俄罗斯金融危机爆发”这一小概率事件……

7 英国国民威斯敏斯特银行巨额亏损案 …… 64

1997年，NWM在一次内部检查中，发现德国马克的利率期权和互换期权账户存在虚假报账行为。其交易员通过操纵期权引伸波幅数据，提高期权的估值来掩盖损失。经确认，威斯敏斯特银行累计损失9 050万英镑。

8 法国兴业银行事件 …… 73

2008年初，法国兴业银行宣布，由于旗下一名交易员私下越权投资金融衍生品，该行蒙受了49亿欧元的巨额亏损。随后法兴银行承认，其在交易监控上的监管漏洞已存在2年之久。

第二部分 国内案例 …… 83

9 “327”国债期货事件 …… 85

1995年2月23日，“327”国债期货合约交易出现异常，震惊了市场。当晚，上海证券交易所紧急磋商后宣布：确认空方主力恶意违规，部分成交无效，并于次日迅速做出反应，就国债期货交易的监管问题作出规定。

10 苏州红小豆事件 …… 100

苏州红小豆期货自1995年6月1日推出至1996年3月8日停止交易，前后不足一年时间。在这短短几个月中，多头通过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

囤积红小豆现货，操纵期货市场，导演了逼空行情。

11 天然橡胶 R708 事件 …………………………………………… 107

1997 年，由于天然橡胶供给过剩，现货市场价格一路下跌，而在期货市场上，R708 合约价格却在人为的操纵下一路走高，与现货市场价格发生了严重背离。证监会随后处罚了一批有史以来最大规模的期货经纪机构和市场参与者。

12 株洲冶炼厂锌期货事件 …………………………………………… 115

1997 年，株洲冶炼厂以锌套期保值为由，在伦敦市场大量卖空锌期货合约，数量相当于株洲冶炼厂全年产量的 1.5 倍。由于锌价上涨，最终形成约 1.758 亿美元的巨额亏损。

13 中航油事件 …………………………………………… 124

2003 年，中航油新加坡公司陈久霖擅自扩大业务范围，开始从事石油期权交易。到 2004 年 10 月，其持有的期权总交易量已达 5 200 万桶之巨，超过公司每年实际进口量 3 倍以上。2004 年 12 月，在巨亏 5.5 亿美元后，中航油新加坡公司向法院申请破产保护。

14 中盛粮油大豆油期货事件 …………………………………………… 134

2005 年 7 月，中盛粮油发布公告称，由于国内成品大豆油价格和国际大豆油价格背离，使得中盛粮油在 CBOT 上的套期保值失败，上半年业绩因而预亏。其股价随即暴跌 46.67%，公司市值缩水近一半。

第三部分 案例链接 …………………………………………… 141

巴林银行事件 …………………………………………… 143

从“巴林事件”看衍生交易的风险管理 / 143

“巴林”案件知多少 / 146

巴林事件肇事者里森 / 147

住友铜事件 …………………………………………… 149

住友铜丑闻曲终 瑞银支付住友 8 600 万美元 / 149

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法国兴业银行事件 …… 150

法兴大亏损启示：内部风控须铁腕执行 / 150

法兴 49 亿欧元巨亏真相与启示：一个人的黑客帝国 / 151

法兴丑闻再引反思　金融机构是否真有吸取教训 / 157

苏州红小豆事件 …… 161

苏州红小豆为什么炒"糊"了?! / 161

红豆吃"红牌"了 / 162

从苏州红事件看中国期市 / 164

从"苏红事件"看期市发展 / 165

皮之不存　毛将焉附 / 166

天然橡胶 R708 事件 …… 168

R708 多头操盘思路综述 / 168

一石击起千层浪 / 169

由 R708 逼仓而引起的思考 / 172

风云散去话天胶——来自 R708 结束后的报道 / 176

株洲冶炼厂锌期货事件 …… 178

风险要放在首位——"株冶事件"再回顾 / 178

中国不能没有定价权　常清历数期货业三大弊病 / 179

中航油事件 …… 184

从中航油事件谈国有公司治理 / 184

中航油事件调查报告公布 / 188

中航油事件再反思 / 190

中盛粮油大豆油期货事件 …… 195

明套保暗赌博　中资屡败境外期货 / 195

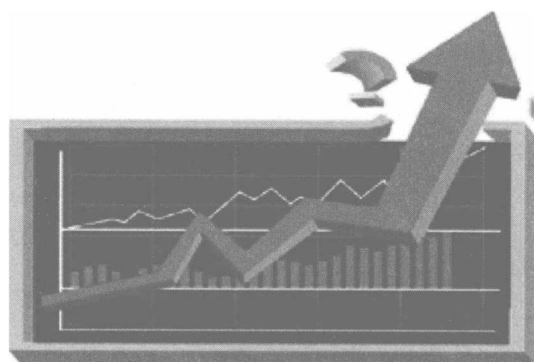
"中国头寸"缘何频遭狙击(节选) / 199

后记 …… 206

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一部分

海外案例



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1 美国“87 股灾”

背 景

19 世纪 70 年代，随着西欧、日本经济实力的增强，美国在世界经济中的优势地位日益受到挑战。1973 年和 1978 年两次石油危机爆发后，美国物价暴涨，通货膨胀严重，经济长期陷于危机和滞胀之中。1983 年，美国经济打破滞胀局面，开始快速转好。次年，美国经济增长率达到 6.9%。随着美国经济复苏，美国股市自 1982 年起连续 5 年上涨。1986 年 12 月，道琼斯指数达到 1896 点，并于 1987 年 8 月攀高至 2722 点。与 1982 年 1036 点的低位相比，涨幅超过 160%，美国股市出现了严重的泡沫。

尽管股市一片繁荣景象，但美国的经济问题依然存在，贸易赤字和财政赤字居高不下。1985 年，美国再次成为净债务国，债务高达 1 075 亿美元，美国财长贝克多次敦促西欧、日本等工业国帮助削减美国贸易赤字未果，次年美国对外债务进一步增加。1987 年，美国国债发行超过 2 万亿美元，财政赤字高达 1 476 亿美元。随着经济发展不确定因素的增加，美国不断升温的股市笼罩在阴影之下，危机一触即发。

事件经过

1987 年 10 月 14 日，美国政府公布当年 8 月商品贸易赤字，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这一数字大大高于市场预期。数据公布后,外汇市场的投资者大肆抛售美元。股市也受到影响,道琼斯指数当天下跌 95 点,紧接着 10 月 16 日再次下跌 108 点。10 月 18 日,美国财长贝克在电视节目中发表讲话时指出,如果联邦德国不降低利率以刺激经济,美国将考虑让美元继续下跌。此言一出,人们对美元贬值的预期及对股市的忧虑大大加剧。

危机终于爆发。1987 年 10 月 19 日,道琼斯指数开盘即遭重挫,在排山倒海般的沽压之下,多方毫无抵抗之力,不到 1 个小时,道琼斯指数已经下跌 104 点。至当天收盘,道琼斯指数由 2246.74 点的高位狂跌到 1738.74 点,下跌 508 点,跌幅高达 22.6%,市值损失 5 030 亿美元。当日,期货市场上的沽压同样严重。芝加哥商业交易所(Chicago Mercantile Exchange,CME)的 S&P 500 指数期货 12 月合约,全天暴跌 80.75 点,跌幅高达 28.6%,其他月份的合约也纷纷暴跌。由于股票市场和股指期货市场跌幅巨大,市场几乎崩溃,这一天成为美国证券史上最令人刻骨铭心的"黑色星期一"。

美国股市崩盘震动了整个金融世界,在全球多个股票市场引起连锁反应。日本市场下跌 2.4%,澳大利亚市场下跌 3.7%,伦敦市场下跌 10.1%,而我国香港市场遭受的影响更是巨大。

1987 年 10 月 19 日这一天,香港股票市场和期货市场开市即受到美国纽约股市大跌的剧烈冲击,恒生指数当天下跌 420.81 点,跌幅达 11.1%;10 月恒指期货合约下跌 361 点,其他月份的合约也应声下跌。次日,香港联合交易所董事局宣布停市 4 天(自 10 月 20 日至 10 月 23 日)。尽管如此,10 月 26 日重开市后,股市和期市仍然出现猛烈抛盘。恒生指数大跌 1120.70 点,跌幅达 33%;10 月恒指期货合约也大跌 1554 点,跌幅达

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

44%，创历史跌幅最大纪录，并与恒生指数形成 266 点的贴水。为了保证期货市场的正常结算和持续运作，香港期货保证有限公司(Hong Kong Futures Guarantee Corporation Limited, HKFGC)获得香港财政司提供的 20 亿港元备用贷款，其中 10 亿港元由外汇基金提供，余下 10 亿港元由汇丰银行、渣打银行及中国银行平均分担。同时，香港特区政府展开间接救市行动，如收购合并委员会宣布 1 个月内允许上市公司大股东购入本公司股票的份额可超过 35%，香港的银行在 10 月 26 日和 10 月 27 日连续两次调低利率。在一系列救市行动下，香港股票市场和期货市场终于逐渐回稳(图 1.1)。

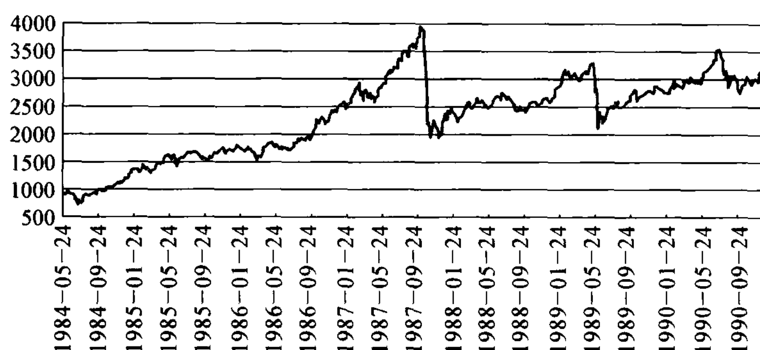


图 1.1 香港恒生指数在“87 股灾”前后的走势

资料来源：Bloomberg，平安证券。

案例分析

“87 股灾”发生后，政府部门、市场人士及学术界人士对股灾成因展开了详细的调查，尤其是对股指期货市场与股票现货市场之间的关系进行了深入的研究。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

部分观点认为，股指期货是造成股灾的主要原因，其中最具代表性的是以美国财政部布雷迪为首的总统工作小组写成的《布雷迪报告》。报告认为，美国股市崩溃主要是由于投资者利用股指期货进行套利(一般为程序交易)和组合保险，在期货市场和现货市场相继推动之下造成的，这就是所谓的“瀑布理论”。具体来说，股市下跌时，风险规避者通过卖出股指期货合约寻求对股票组合的持仓保护，抛压使期货合约价格偏离了合理的价格范围。对此，套利者的计算机程序判断市场存在期现套利机会，指令买进股指期货合约的同时卖出股票组合，导致股票现货价格再度下跌。股市的持续下跌继而触发更多的组合保险活动。如此循环，最终造成股市暴跌。该报告将股灾成因归结于股指期货市场，认为期货市场没有发挥应有的规避股市风险的功能，反而引导股票现货市场的下跌。

从表面上看，股指期货下跌较现货市场早，下跌的速度也较现货市场快，这给人一种现货市场是受股指期货市场牵引而下跌的假象。事实上，现货市场的下跌并非股指期货引起，股指期货之所以先于现货市场下跌，是有原因的。首先，股指期货交易成本低，并且由于杠杆作用，重大事件在股指期货上反应迅速，发现价格较快，所以股指期货下跌较现货市场早。其次，股灾发生当日，由于抛盘巨大，交易所的计算机系统无法及时处理交易数据，造成现货市场堵单，而期货市场并未发生堵单现象，这使得股指期货的行情远远领先于现货市场。从当天的成交情况来看，股灾当天套期保值和套利引发的交易量并不大，不足以使大盘暴跌。根据美国证交会的报告，1987 年 10 月 19 日套期保值盘和指数套利盘的相关抛售约占整个纽约证券交易所 14.7%的成交量，占标准普尔 500 指数 21.1%的成交量，这样的成交量不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

足以把股指大幅拉低。

不少学者对股灾的成因进行了深入的研究,结果也表明股指期货并不是股灾的罪魁祸首。著名经济学家默顿·米勒(Merton Miller)等人在 1991 年发表的论文指出,1987 年 10 月 19 日的股灾不是由股指期货市场引起的,但投资者的抛售行为同时袭击了现货市场和期货市场。期货市场之所以首先出现价格下跌,主要是因为开盘时两个市场的处理步骤不相同。纽约证券交易所(New York Stock Exchange,NYSE)由于前夜堆积巨量卖单,导致 S&P 500 指数的大部分成分股延迟开盘,因而在 10 月 19 日早晨计算指数所用的股票价格是上周五的收盘价。CME 的期货价格则是反映当天早晨的信息。也就是说,股指期货市场反映的信息较现货市场的快,并不能据此认为,期货市场的变动从根本上导致现货市场的变动。

根据默顿的调查,组合保险在股指期货方面制造的卖压确实有部分通过股指期货的期现套利传递给现货市场。数据显示,10 月 19 日组合保险在股指期货方面的抛盘约占 NYSE 总抛盘的 20%～30%。与此同时,CME 期货市场上的投机活动也吸收部分卖压。据估计,CME 吸收了约 2.7 万张合约的抛售,如果传递回 NYSE,将代表着 8 500 万股股票,相当于当日总成交量的 14%。因此,CME 的投机者为市场提供了流动性。投机者是股指期货市场的重要力量,其为组合保险者提供对手方,使得风险规避行为得以正常进行。此外,即使在组合保险与股指期货交易远不如美国发达的国家或地区,当日股市同样快速下跌。因此,总的来说,组合保险的抛盘不是股市下跌的主导因素。

后来,越来越多的观点认为,1987 年,美国股市暴跌是市场自我调节的表现。股票市场是国民经济的晴雨表,股市变化在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一定程度上反映市场对经济未来发展状况的预期。美国股市经历5年飙升之后,经济发展中逐渐暴露的问题及发展前景不确定性影响了广大投资者的信心。因此,股市下跌是市场自我调节的表现。

美国国会也专门组织人员对股灾成因进行长期调查,调查结果于1988年5月由美联储主席格林斯潘在美国国会的听证会上公布。他认为:"股指期货等衍生品市场发展到如此之大,不是因为其特殊的推销手段,而是因为它使得养老基金等机构投资者可以进行套期保值,迅速、低成本地调节头寸,在资产组合管理中起到重要的作用。"此外,格林斯潘还说到:"期货市场反映新信息的速度比现货市场快,这是因为在期货市场上调节组合头寸的成本要显著低于现货市场,并且可以迅速地建立新的头寸。在收到新信息时资产组合经理自然倾向于首先在期货市场上交易,导致了期货市场的价格首先发生变动,而套利活动则确保现货市场的价格不会太落后于期货市场的价格。"

同样,香港特区政府成立"证券检讨委员会",1998年完成了《戴维森报告》。报告认为:"香港金融市场的问题主要是由于风险管理不善和信贷控制过宽,而非恒指期货本身,股指期货合约应继续保留。"这进一步表明了股指期货不是1987年股灾的罪魁祸首。

"87股灾"之后,尽管美国等国家和地区的股指期货交易量大为减少,但进入20世纪90年代以后,股指期货市场的成交得到恢复性增长,股指期货管理风险和稳定市场的功能日益彰显。即使在1990年因海湾危机引发的全球性股市剧烈动荡中,股指期货市场也安然无恙,充分发挥了套期保值的功能。随着股指期货风险管理功能的显现,在20世纪90年代的中后期,许多发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

展中国家也陆续开设股指期货交易。根据国际清算银行的报告显示，2007年，全球股指期货合约的成交总量达19.3亿张，约占同期全球场内金融衍生品成交总量的10%。由此可见，股指期货已经在金融衍生品市场中占据了不可替代的重要位置。

案例启示

一直以来，各国金融市场的发展面临巨大的竞争压力和生存挑战。在发展的过程中，金融市场唯有不断改进自身的交易规则、监管机制，才能创造更好的金融生态环境，实现自我完善，不断走向成熟。“87股灾”发生后，市场管理者充分意识到股指期货的“双刃剑”特性，加强了整个金融市场的风险监管和制度规范，出台了许多防范市场出现剧烈非理性波动的应对措施，强化股指期货有益功能，弱化其可能造成的不利影响。股指期货市场的运行机制进一步完善，在金融市场中的地位也得到巩固。

在防范市场出现非常情况方面，世界各地的股指期货市场纷纷引入熔断机制，改进股指期货合约的价格波动限制制度，有助于抑制股市表现出的过度恐慌情绪以及程序化交易给市场带来的冲击。

所谓熔断机制，是指在股指期货合约价格出现单向大幅波动时，设置熔断点，当合约价格达到熔断点时，暂时限制合约价格继续单向波动。熔断机制的设置为股指期货交易提供了风险“警示器”和波动“减震器”，实质上就是在合约价格继续冲高前设置的一道闸门，给予投资者冷静评估风险的时间，从而分阶段化解风险，促进投资者理性交易和保障市场稳定运行。

“87股灾”后一周年，即1988年，美国商品期货交易管理委

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

员会(Commodity Futures Trading Commission,CFTC)和证券交易委员会(Securities and Exchange Commission,SEC)批准CME和NYSE引入熔断机制,用以限制价格的过度波动。CME股指期货合约的价格限制制度改为:股指期货合约每日最大跌幅为20%,在达到最大跌幅前必须经历一系列缓冲阶段,即股指期货合约的价格按上一交易日结算价的5%、10%及15%的跌幅逐级放开。随后,各大交易所纷纷仿效CME,引入熔断机制,改进股指期货合约的价格波动限制制度。

我国即将推出的首个股指期货合约——沪深300指数期货合约实行分阶段的价格限制制度。价格限制制度包括熔断机制和涨跌停板制度。沪深300指数期货合约的熔断幅度为上一交易日结算价的±6%。当股指期货合约的申报价触及熔断价格且持续5分钟时,该合约启动熔断机制。在熔断机制启动后的连续5分钟内,合约买卖申报在熔断价格区间内继续撮合成交。5分钟后,熔断机制中止,涨跌停板幅度生效。熔断机制每日只启动一次,而且在收市前30分钟内不设熔断幅度限制,如果熔断机制已经启动,则中止执行。合约最后交易日不设置熔断机制。沪深300指数期货合约的涨跌停板幅度为上一交易日结算价的±10%。在合约最后交易日,合约的涨跌停板幅度为上一交易日结算价的±20%。

沪深300指数期货合约的熔断机制具有风险预警的作用,有助于冷却市场过热情绪,保障股指期货市场平稳运行。另外,涨跌幅限制既能覆盖合约大部分的正常波动,又能在一定程度上减少因保证金不足而无法履约的现象,降低股指期货合约的结算风险。

目前,世界各大交易所对股指期货合约的价格波动限制情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

况，大致分为以下三种。第一，欧洲期货交易所的 DAX 指数期货、中国香港交易所的恒指期货、伦敦国际金融期货交易所的富时 100 指数期货以及日本大阪证券交易所的 NIKKEI 225 指数期货等均不实行价格限制，合约价格可以在交易日内任意波动。尽管股指期货合约无价格限制，但上述交易所一般会采取相关措施进行监管。例如，香港交易所会通过合理的保证金水平及完善的保证金追缴制度来应对合约价格的非正常波动，保证市场的流动性与稳定性。第二，实行简单的价格限制制度。例如，韩国证券交易所的 KOSPI 200 指数期货，涨跌停板幅度为上一交易日结算价的±10%。第三，实行分阶段的价格限制制度。以新加坡交易所的 NIKKEI 225 指数期货为例，当 NIKKEI 225 指数期货合约的涨跌幅度达到上一交易日结算价的±7.5%后，15 分钟内仅能在±7.5%的范围内交易，随后当日涨跌幅限制放大到上一交易日结算价的±12.5%。在最后交易日，触及第一次涨跌幅限制 15 分钟后将不再限制期货合约价格的涨跌幅度；收盘前 30 分钟无涨跌幅限制，如果 15 分钟的冷却时段与收盘前的 30 分钟有重叠，冷却时段的价格限制仍然有效。

参考文献

[1] 陈晗，张晓刚，鲍建平. 股票指数期货. 上海远东出版社，2001.

[2] 刑精平. 股指期货：方案设计与运作分析. 中国财经出版社，2007.

[3] 国际清算银行. BIS Quarterly Review, March 2008. 国际清算银行网站，2008.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2 巴林银行事件

背 景

英国巴林银行(Barings Bank)创建于1762年，是世界首家"商业银行"。巴林银行经营的业务有别于一般的商业银行，因为它并不开发普通客户的存款业务。最初，巴林银行从事棉纱、木材、钻石和矿产等贸易活动，后来逐渐拓展到证券业务。1800年，巴林银行成为英国政府债券的主要包销商。在倒闭之前，巴林银行已经由一家小小的家族银行发展成为一个业务齐全的银行集团，主要从事投资银行业务和证券交易业务。巴林银行的投资银行业务集中于欧洲，证券交易业务则集中于亚洲及南美洲，其中，日本、中国香港和新加坡等新兴市场是其在亚洲的主要业务中心。1994年，巴林银行的税前利润高达15亿美元，核心资本在全球1 000家大银行中排名第489位。可以说，巴林银行是英国历史悠久、声名显赫的银行集团之一，甚至在欧洲金融业中也具有重要地位。但就是这样一家著名的银行集团，在1995年轰然倒塌，此即"巴林银行事件"。

巴林银行事件的肇事者名叫尼克·利森(Nick Leeson)。利森于1989年7月10日加入巴林银行，在伦敦总部的后台部门工作。在这之前，他就职于摩根士丹利(Morgan Stanley)银行清算部。由于逻辑推理及解决问题的能力过人，利森被视为期货与期权结算方面的专家，备受上级重视。1992年，利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

森担任巴林期货新加坡公司的总经理兼首席交易员。由于具有后台工作经验，利森实际上相当于是巴林期货新加坡公司后台部门的主管。按规定，利森和其下属交易员主要从事以下两类交易：其一，为客户或者巴林银行集团的其他子公司交易期货、期权；其二，在新加坡国际金融交易所(Singapore International Monetary Exchange，SIMEX)与日本大阪证券交易所(Osaka Securities Exchange，OSE)之间进行日经225指数期货的套利交易，以及在SIMEX与东京证券交易所(Tokyo Stock Exchange，TSE)之间进行10年期日本政府债券期货的套利交易。对于代客交易，风险由客户承担，交易员只是赚取佣金；对于套利交易，交易员也只是赚取股指期货极短时间内在两地市场存在的价差。总之，两类工作基本上是没有太大的风险。

在巴林银行事件中，一个关键的工具就是“88888”错误账号，这是利森用来隐藏未经授权交易所造成损失的工具。所谓错误账号，是指交易中产生的错误无法挽回时，用以记录该项错误，然后向银行总部报告。利森在新加坡担任首席交易员时，巴林银行原本有一个账号为“99905”的错误账号，专门处理交易过程中因疏忽所造成的错误。在机缘巧合之下，利森获准另外设立一个错误账户来记录较小的错误并在新加坡自行处理，账号为“88888”的错误账户由此产生。“88888”的错误账户的开户表格上注明，此账户是巴林期货新加坡公司的误差账户，只能用于冲销错账。但是，利森却指使后台结算人员在当天交易结束后和第二天交易开始前，利用“88888”错误账户隐藏未经授权交易的亏损，使得反映在银行总部交易账户上的交易始终是盈利的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事件经过

早在 1992 年，利森就开始利用“88888”错误账号进行投机性交易。巴林银行倒闭前夕，利森持有的交易头寸主要有以下三种：买入日经 225 指数期货；卖出日本政府债券期货；从事日经 225 指数期货期权的跨式交易。1995 年 1 月 17 日，日本神户发生大地震，日经 225 指数随之大幅向下调整（图 2.1）。日本股市调整对利森的上述三种交易头寸均产生不利影响。



图 2.1 日经 225 指数的走势

资料来源：Bloomberg，平安证券。

第一，自 1994 年下半年起，利森逐渐买入日经 225 指数期货。1995 年 1 月 1 日，利森持有 1 080 张日经 225 指数期货 9503 合约（合约交割月份是 1995 年 3 月）。神户地震后，日本股市反复下跌，利森的交易损失惨重。利森当时认为日本股市对神户地震反应过激，股价必将回升，于是继续大规模买入日经 225 指数期货，以期弥补亏损。1995 年 2 月 23 日，利森持有的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日经 225 指数期货合约增加到 61 039 张，其中，包括 55 399 张 9503 合约，平均买入价为 18130 点；5 640 张 9506 合约（合约交割月份是 1995 年 6 月）。但是，1995 年 2 月 23 日，日经 225 指数再次急剧下挫，报收于 17830 点，较之 1 月 17 日神户地震发生时的 19241 点，下跌 1411 点。这意味着，利森持有的日经 225 指数期货多头头寸全面溃败。

第二，如果日本股市回升，日本政府债券价格将会下跌。基于此想法，利森在大规模买入日经 225 指数期货的同时，还大量卖出 10 年期日本政府债券期货。1995 年 2 月 23 日，利森持有的日本政府债券期货合约空头头寸迅速增加到 28 034 张。神户地震后，日本政府债券价格反而普遍上升，于是利森的日本政府债券期货的空头头寸也出现亏损。

第三，为了能够支付期货交易的保证金，利森还进行日经 225 指数期货期权的跨式交易。通过卖出期权，获取期权的保证金。在 1994 年 1 月至 1995 年 2 月期间，利森在 SIMEX 同时卖出执行价格相同的日经 225 指数期货的看涨期权和看跌期权，即卖出跨式期权组合（Straddle）。所谓卖出跨式期权组合，是指同时卖出相同执行价格、相同到期期限的看涨期权和看跌期权的组合。这种交易策略的损益情况如图 2.2 所示，其中，C 表示看涨期权的权利金，P 表示看跌期权的权利金。当标的资产价格等于执行价格时，卖出跨式期权组合获得最大盈利；标的资产价格偏离执行价格越远，卖出跨式期权组合的损失越大。

1995 年 2 月 23 日，利森卖出 37 925 张看涨期权和 32 967 张看跌期权。这些卖出跨式期权组合的执行价格集中在 18500 点到 20000 点之间。如果日经 225 指数波动幅度较小，卖出跨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

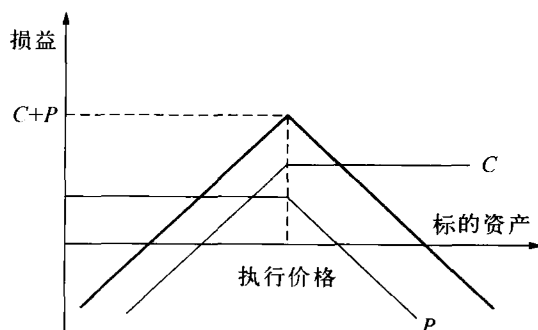


图 2.2 卖出跨式期权组合的损益图

资料来源：平安证券。

式组合将产生盈利，最大利润为看涨期权与看跌期权的权利金之和；如果日经 225 指数波动较大，利森作为跨式组合的卖方将遭受严重亏损。同样的，由于日本股市持续大幅下跌，期权权利金的收入远远不足以弥补履行期权行权义务所带来的巨大支出。1994 年 2 月 27 日，巴林银行的期货期权头寸的账面亏损累计达到 184 亿日元。期权的严重亏损迫使他继续大规模买入日经 225 指数期货，试图挽救日本股市的惨淡局面，以弥补他在期货和期权交易上的损失。按照利森自己的说法，“手上的期货合约总值累计起来已经达到 110 亿英镑，相当于日本在这个市场上所占的全部份额”，但是，日本股市下跌的趋势并没有因此得到改变。

尽管利森的交易持续亏损，维持大量期货和期权头寸需要巨额的保证金，但利森都设法通过各种途径获得银行总部的资金支持。1993～1994 年，巴林银行在 SIMEX 及 OSE 两地市场投入的资金超过 11 000 万英镑，超出了英格兰银行规定英国银行投向海外的资金不应超过银行总资金 25%的限制。1995 年，巴林银行继续转账给利森来追缴保证金。1995 年 1 月 30 日起，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴林银行仍以每天 1 000 万英镑的速度向利森提供资金。

1995 年 2 月 24 日，利森负责的交易总账面损失达到 4 亿～4.5 亿英镑，接近巴林银行集团自身的资本、储备的总和。直到此时，巴林银行因被追缴保证金，才发现利森利用“88888”错误账号进行大量未经授权的股指期货投机活动。1995 年 3 月 2 日，巴林银行几乎将所有未平仓的日经 225 指数期货合约和 10 年期日本政府债券期货合约全部平仓。根据调查，巴林银行因金融衍生品投资失败引致的亏损高达 9.16 亿英镑(约 14.7 亿美元)。

数日后，荷兰国际集团(ING)象征性地以 1 英镑的价格收购了巴林银行，接管了巴林银行全部资产和负债。至此，巴林银行长达 233 年的历史最终划上了句号。

案例分析

尽管巴林银行因股指期货的投机性交易而毁于一旦，但我们应该认识到巴林银行倒闭的根本原因不在于股指期货本身，而在于自身管理制度上的缺陷。股指期货具有风险管理功能，成为企业规避系统性风险和转移价格风险的有效途径。股指期货的运用有利于经济活动的平稳运行。但是，如果股指期货交易脱离套期保值或者套利的初衷，转化成单纯的投机行为，而这种投机活动又缺乏足够的风险管理制度的约束，企业面临的风险就会因为股指期货的巨大杠杆效应成倍增加。

从企业的角度出发，巴林银行倒闭，原因可归结为以下三个方面。

首先，利森的职位设置不合理，缺乏必要的岗位制约。作为前台首席交易员，利森同时具有管理后台结算的权力，没有岗位

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

制约。通常银行许可交易员持有一定额度的风险头寸,但会通过后台部门每日结算工作了解和掌握交易员的风险头寸,防止交易员暴露过多的风险。但是,前台交易与后台结算两个重要的职务均在利森的职权范围内,使得他可以通过操纵后台部门的结算工作,隐藏其在期货市场上大量未经授权的交易及亏损。

其次,巴林银行管理层缺乏风险管理经验。一方面,利森前往新加坡就职的前一星期,巴林银行内部曾有人指出,利森的岗位安排可能存在问题,但领导层对此漠不关心。另一方面,套利交易是低风险业务,相应的收益也应较小,但利森反映在银行总部交易账户上的巨大收益却未能引起管理层的警惕。甚至在倒闭前夕,巴林银行以每天 1 000 万英镑的速度向利森提供资金,但巴林银行管理层未细究资金的去向。

最后,巴林银行缺乏严格的审查制度。早在 1992 年,利森就利用“88888”错误账号为其下属职员掩盖操作失误。在此后几年时间里,利森继续利用“88888”错误账户进行期货投机性交易。1994 年底,巴林银行的资产负债表出现 5 000 万英镑的差额后,巴林银行审计部门曾展开正式调查,但被利森轻易蒙骗过关。

从外部监管的角度出发,巴林银行倒闭,SIMEX、新加坡金融监管机构和英国金融监管机构也负有一定的责任。

首先,巴林银行在 SIMEX 及 OSE 投入的资金比例上违反了英格兰银行的规定,但巴林银行这种投资行为得到了英格兰银行主管商业银行监察的高级官员的口头默许,未留下任何证明文件,反映出英格兰银行的监管存在一定问题。巴林银行倒闭后,英国政府开始改革金融市场的监管结构,实行针对产品的监管模式。1998 年,英国政府将英格兰银行监管部门、证券投资委员会和其他金融自律组织合并,建立了统一的金融市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法律体系和对应的监管机构——金融服务监管局(Financial Services Authority,FSA)。

其次,SIMEX的风险控制措施设计得过于宽松,实施也过于松懈。巴林银行原本是在SIMEX与OSE之间进行日经225指数期货的套利交易,但利森却同时在SIMEX与OSE买入日经225指数期货合约。自1995年1月1日起的不足两个月的时间里,合约数量由1 080张迅速增加到61 039张,扩大56倍。SIMEX分别在1995年1月11日和1995年1月27日致信给巴林银行,揭示巴林银行在日经225指数期货市场上的巨大持仓及保证金追缴问题。但是,SIMEX没有把其担心及时通知新加坡金融管理局和英国证券期货管理局,也没有采取进一步的行动,实施相关的风险控制措施如补充保证金,以防患于未然,这给利森继续进行投机活动提供了重要的外部条件。

SIMEX放松监管与SIMEX、OSE争夺日经225指数期货的市场份额有关。SIMEX在1986年抢先推出日经225指数期货,并获得成功。OSE在1988年也成功推出本土日经225指数期货,但期货定价权主要还在SIMEX那里。巴林银行事件发生后,SIMEX加强监管,改进了股指期货市场的风险防范和控制制度,如采取间歇性突击审核的方式,重点查询清算会员交易方向变动的情况,加强对交易保证金的管理等。目前,新加坡交易所的风险控制和制度规范都走在全球证券与期货市场的前列。

案例启示

巴林银行因股指期货等金融衍生品投资失败而倒闭,引起欧洲甚至国际金融市场的震惊,同时也给我们敲响了警钟。无

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

论是参与金融衍生品交易的投资者，还是涉及金融衍生品业务的金融机构，都应正视风险，采取行之有效的风险管理措施。

首先，对于投资者来说，参与金融衍生品的交易时，应树立严格的风险管理意识，而不应抱着赌徒心态，甚至幻想通过自身力量影响市场的根本走势。

由于金融衍生品具有杠杆效应，投资者潜在的收益和损失均被显著放大，加之金融衍生品一般具有特定的存续期限，因此严格的风险控制措施必不可少。没有人可以在市场上稳操胜券。对于投资失误，要勇于承认错误，及时止损，防止亏损进一步扩大。对于交易中因方向判断失误导致的亏损，更要克服不愿承受小额损失，始终盼望市场会好转的心理障碍。事实上，买错或者卖错都是很普通的事情，无需大惊小怪，只要保存实力，就有可能在将来的交易中取得好的成绩。华尔街交易员曾表示，金融操作赚赔的机会都是50%，只要能控制赔的是小钱，而设法赚大钱，才是投资市场获利的关键所在。因此，从事金融衍生品交易的投资者，都应认识到及时止损的重要意义。

利森当时所做的许多交易不仅缺乏必要的风险控制，而且他的投资方向已经不是出自他对市场的预期。利森当时所想的就是哪个方向的市场变动可以弥补“88888”错误账号上的亏损，就铤而走险试着影响市场往那个方向变动，完全忽视了风险控制。在股指期货、期货期权的杠杆作用下，利森的损失巨大。

其次，对于涉及金融衍生品业务的金融机构来说，应建立完善的内部控制制度，实现有效的风险控制和风险管理。

随着现代金融市场的发展，现代金融理论强调金融机构是开发金融工具、提供金融服务、分担客户风险，同时能够有效管理自身风险从而获利的机构。因此，金融机构不能简单消极地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回避风险，而应该通过承担风险溢价来实现盈利。在现代金融市场中，金融机构的竞争力和经营能力的高低取决金融机构能否对风险进行全面有效的管理，能否积极主动地承担风险和管理风险，以良好的风险定价策略获得利润。

金融机构面临的风险主要有市场风险、信用风险、操作风险及其他风险。操作风险是指因交易或管理系统操作不当而导致损失的风险，包括公司内部失控导致的风险。公司内部失控的表现主要是指超过风险限额而未察觉、越权交易、交易部门或后台部门的欺诈、职员操作不熟练等。巴林银行倒闭前存在严重的操作风险。例如，利森的职务同时涉及前台交易和后台结算，没有岗位制约；利森进行大量高风险的日经 225 指数期货的投机性交易，却没有相应的监督；“88888”错误账户长期被用来掩盖交易亏损，却一直未被觉察。上述种种操作风险最终导致巴林银行的倒闭。因此，金融机构必须加强操作风险的管理及控制。

为了防范和规避风险，加强经营的稳健性，金融机构通过建立完善的内部控制制度来实现风险控制和管理。在巴林银行事件后，英国监管部门写成的《巴林银行倒闭的教训》(Lessons Arising From the Collapse of Barings)对改善跨国银行的内部控制，提高跨国银行的风险防范能力提出了有益的建议，当中不少建议同样适用于一般的金融机构。

第一，管理层对业务风险的清醒认识是内控机制建立和完善的前提。管理层在注意机构各种业务带来的账面盈利的同时，也要注意该盈利背后所承担的风险，要对各种业务的盈利和风险有客观的分析。对于风险较大的业务，不能因为其收入和盈利较高就回避其面临的风险，反而应对其运用更加严格的避险和内控措施。通常情况下，盈利越高，尤其是收入增长越快的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业务，往往也是风险越集中的业务。

第二，有利益冲突业务的隔离是实现内控有效性必不可少的环节。巴林银行最惨痛的教训在于没有实现前台职务(front office)和后台职务(back office)的有效分离。就业务性质和地位而言，前台职务与后台职务没有主次之分，只有业务分工的区别。前台职务主要指交易业务，服务于盈利性。后台职务包括清算、稽核和业务准入，主要服务于安全性和稳健性，如清算或稽核部门发现前台职务出现不正常征兆时，就会及时向上级汇报并采取适当的处置措施。此外，前台职务和后台职务之间应当是相互制约的关系。一般情况下，两者应当严格分离，甚至后台职务中不同性质的业务也应实现有效隔离(如清算与稽核应当隔离)。只有如此，才能实现金融机构内控机制的牵制作用。

巴林银行显然混淆了前台职务和后台职务之间的关系，将后台职务作为前台职务的附属品，这种以盈利为重心的做法必然导致对风险因素和稽查工作的忽视，造成严重的危机隐患。

第三，建立专门的风险管理制度是实现内部控制的一个重要途径。巴林银行缺少必要的风险管理制度，是利森能够方便地进行越权交易的主要原因。巴林银行案件的一个关键线索是巴林银行伦敦总部向巴林期货新加坡公司提供的巨额资金的去向。由于缺乏专门的风险管理制度，银行总部管理层根本没有对资金的去向和用途作审慎的审查。风险管理制度的制定和执行主要通过风险管理部门来实现。风险管理部门是专门从事风险管理的职能部门，通过对风险因素敏感的察觉和缜密的调查，及早发现危机隐患，达到预防和控制风险的效果。风险管理部门所关注的风险不仅包括信用风险、市场风险，还包括操作风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险、流动性风险、法律风险和名誉风险。风险管理部门的主要职责是对金融机构各项业务设定限定风险值。限定风险值反映了各个业务部门所能承担的风险极限。此外，风险管理部门还负责监督业务部门是否遵守限定风险的相关政策，审查收益和损失的账实相符情况，根据不同的风险采取不同的风险管理策略等。

第四，建立完善的内部审计制度，增强内部控制的有效性。内部审计机构将重大事项和业务弱项及时反馈给最高管理层，有助于金融机构研究企业内部的资源配置问题。金融机构的规模越大，业务越复杂，地域扩张程度越高，其风险来源就越多，金融机构遭遇危机的可能性就越高，那么越有必要建立强势的内部审计机构，对业务实行统一的内部审计。巴林银行事件中，尽管利森隐藏的亏损与日俱增，但银行总部的审计部门完全没有发现利森在资产负债表上的伎俩。如果审计部门及时发现上述问题，那么损失或可避免，或可减轻损失的程度。可以说，内部审计制度是金融机构内控的最后一道防线，是对控制的再控制。

参考文献

[1] 何云峰，姚小远等．智者的管理．上海交通大学出版社，2001．

[2] 海通证券．海外股指期货市场重大风险案例研究．专题研究报告，2006．

[3] 陈传明．管理学．清华大学出版社，2003．

[4] 巴曙松．现代金融机构的风险管理体系及其运作发展趋势．中评网，2003．

[5] 蔡奕．巴林银行十年祭．北大法律信息网，2005．

[6] Lillian Chew. Not Just One Man — Barings, Managing Derivative Risks. Wiley, 1996(10). http://www.riskinstitute.ch/137550.htm.

[7] Christopher Brown. Summary History, Structure and Principal Activities of

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Barings. Extracts from the Report of the Board of Banking Supervision Inquiry into the Circumstances of the Collapse of Barings, 1995. http: // riskinstitute. ch /135220. htm.

[8] Christopher Brown. Lessons Arising from the Collapse of Barings. Extracts from the Report of the Board of Banking Supervision Inquiry into the Circumstances of the Collapse of Barings, 1995. http: //riskinstitute. ch/ 135330. htm.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3 住友铜事件

背 景

日本住友商社(Sumitomo Corporation)是集金融、贸易、冶金、机械、石油、化工、食品和纺织为一体的超大型集团，在全球500强企业中一度排名第22位。1995年底，住友商社在全球的总销售额达16万亿日元，约合1 468亿美元。

早在16世纪，住友家族在日本四国岛开创和经营一座铜矿，后来发展成为日本官方指定的铜供应商，主要服务于当时日本一些极具实力的名门望族，当中包括在1603～1868年间统治日本长达200多年的德川幕府。住友商社还通过控股或者参股等形式拥有全球包括智利、菲律宾等国的众多铜矿和冶炼厂部分或全部股份。不仅如此，住友商社很早就参与伦敦金属交易所(London Metal Exchange，LME)的金属交易。LME是全球主要的有色金属期货交易市场，LME的期铜结算价对全球铜的成交价格有重要影响。1987年初，住友商社在LME铜价处于1 300美元左右时，建立大量期铜合约。由于市场对铜等基本金属的需求迫切，住友商社在LME期铜交易中获利丰厚，并逐步建立起在LME期铜市场上重要地位。

住友铜事件的主角是滨中泰男(Yasuo Hamanaka)，此人于1970年加盟住友商社，20世纪70年代末开始参与LME的金属期货交易，随后成为首席交易员。自1983年起，滨中泰男每年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的铜交易量超过1万吨。1988年,伦敦铜价暴涨至每吨2 500美元,滨中泰男从LME期铜市场获取巨额利润。20世纪80年代中期到1996年,滨中泰男带领的住友商社有色金属交易部在伦敦期铜市场上屡屡得手,经常控制着全球铜5%以上的交易量,滨中泰男也获得“百分之五先生”的称号。到20世纪90年代中期,市场对基本金属包括铜的需求明显放缓,此时滨中泰男仍持有大量期铜多头头寸。

事件经过

早在1991年,住友商社的首席交易员滨中泰男在期铜交易上就涉嫌伪造交易记录和操纵市场价格,但并没有得到及时处理。

1994～1995年,滨中泰男长期控制LME大量的铜仓单,最高时约占交易所的90%。通过控制仓单,可交割铜出现人为短缺。由于控制了许多交割仓库的库存,导致LME铜价从最初的1 600美元/吨单边上扬,最高达到3 082美元/吨的高位。

然而,1995年,随着全球铜产量增加,越来越多的卖空者加入到抛售者的行列,这导致了铜价的下跌。至1996年初,国际铜价跌到每吨2 600美元以下。铜价的连续下挫不仅使滨中泰男的期铜多头头寸的盈利损失殆尽,而且还出现严重亏损。这时,滨中泰男认为凭借其雄厚的资金实力必能扼住铜价继续下跌的势头,于是通过各种途径融资增持期铜合约,以此操纵期铜价格。

在滨中泰男的操纵下,LME铜价在1995年末略微持稳。滨中泰男人为抬高价格的行为使伦敦期铜市场长期处于现货升水(premium)状态,即现货价格远高于期货合约价格,以此遏制市场的远期抛盘。1995年10月、11月,有人意识到期铜各月份

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合约的价差处于不合理状态，随即要求展开详细调查。LME 成立由专业人士组成的特别委员会探讨如何处理。与此同时，铜价的反常波动也引起英国金融服务管理局[(Financial Services Authority, FSA)，前称为证券与投资委员会(Securities and Investment Board)]和美国商品期货交易委员会(Commodity Futures Trading Commission, CFTC)的共同关注。

在监管部门合力追查及交易大幅亏损的双重压力下，滨中泰男企图操纵市场的行径逐渐败露。1996 年 6 月 5 日，滨中泰男未经授权参与期铜交易的丑闻在纽约曝光。1996 年 6 月 24 日，住友商社解雇滨中泰男，宣布期铜交易亏损 18 亿美元。当天，铜价由前一日每吨 2 165 美元跌至两年来的最低点每吨 1 860 美元。在接踵而来的恐慌性抛盘打击下，LME 铜价再度大幅下跌到每吨 1 740 美元(图 3.1)。这时，住友商社在期铜交易的亏损额增加到 26 亿美元。

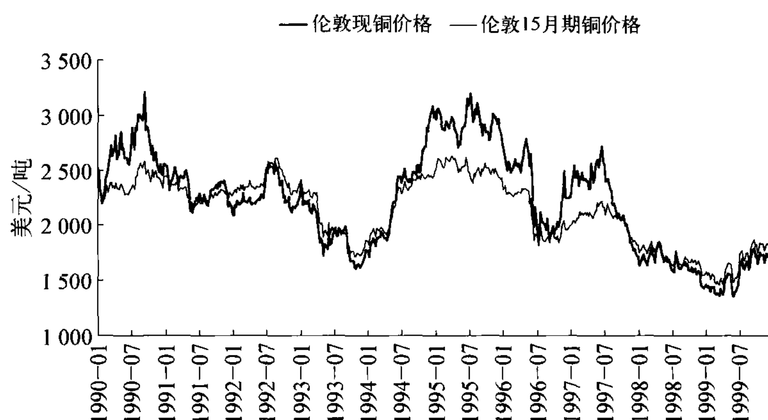


图 3.1 1990～1999 年期铜的价格走势(周线图)

资料来源：Econstats 和 LME。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事后，住友商社承认滨中泰男的操纵行为，声称事件未经授权。住友商社和 CFTC 进行调解，同意停止那些违反《美国交易所法》中所禁止的操纵行为，支付 1.25 亿美元的民事罚款，建立一个信托基金用以赔偿因操纵行为给一般投资者造成的损失。住友商社的罚款是美国政府开出最大金额的民事罚款。此外，滨中泰男在日本被判伪造和欺诈罪，入狱 8 年。

案例分析

相对于巴林银行因金融衍生品交易亏损 14 亿美元给欧洲带来的震撼，住友商社在期铜交易中的巨大损失给亚洲带来的震撼绝对有过之而无不及。

从住友铜事件中，我们再一次认识到，市场并不是完全以资金多少来决定其长期走势，尤其是铜等基本金属市场。因为国际铜价受到全球经济形势及经济周期的影响，即使个别金融机构有力量在短期内操纵国际铜市，但从长期来看，如果忽略铜市的基本面，逆市而动，最终必然惨淡收场。

回顾住友铜事件，我们发现，滨中泰男之所以能够长期轻易地操纵 LME 期铜价格，主要有以下三方面的原因。

首先，住友商社的内部管理机制存在漏洞。住友商社过分倚重滨中泰男过往的表现，赋予滨中泰男过多的权力，对其缺乏足够的监管。在事件发生之前，滨中泰男以其卓越的业绩，成为住友商社在期铜交易方面的直接管理者，在期铜交易上具有显赫的地位。期铜交易的风险控制措施、财务管理制度及市场监控手段都是以滨中泰男为主进行制定和实施。住友商社没有通过有效控制来约束滨中泰男的交易行为。为了隐藏损失，滨中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

泰男持有两套交易账本，一套用于向住友商社显示其在铜、铜期货和铜期权买卖中的巨额利润，另一套交易账本则是记录他数十亿美元的损失。然而，住友商社管理层没有觉察到滨中泰男隐藏损失的行径。

其次，LME 的风险控制制度上不够严格。LME 的限仓制度对投资者的要求比较宽松，而且没有建立大户报告制度。LME 的交易会员只有在持有铜的头寸超过 1.5 万吨时才需要报告，而且仅需向交易所的有关负责人报告即可。相比之下，纽约商品交易所(New York Mercantile Exchange，NYMEX)的交易会员持有铜的头寸超过 1 000 吨时，即须公开报告头寸情况。在保证金追缴方面，LME 允许投资者使用信贷资金追缴保证金，这在一定程度上为滨中泰男大规模增持期铜合约制造了机会，即使交易员积累大量的头寸也不会引起公司财务部的注意。

最后，LME 对市场的实时监控体系未能有效运行，没有对市场异常情况及时展开调查和处理。从 1991 年起，LME 就收到反映滨中泰男有意操纵铜价的报告，但这些报告未能引起足够重视。直到 1995 年 11 月，LME 主管部门才开始对期铜价格的反常现象进行调查和探讨。

为了杜绝期货市场操纵行为的发生及防范操纵行为对其他投资者正当收益造成的伤害，期货市场的监管机构应逐渐完善市场监控体系和规范市场交易规则，抑制期货操纵行为的发生。

第一，完善的市场监控体系可以有效监控期货的交易活动，记录期货交易的所有情况。期货交易量一旦过大、过小或者期货价格波动异常时，专职监控人员将针对异常现象展开调查，并依情节轻重发出警告或中止交易的命令，将违规行为及其市场风险化解在萌芽状态。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二，规范的市场交易规则可以防范期货市场的操纵行为。住友铜事件发生后，NYMEX 某官员曾批评 LME 过于温和的监管方式及过于松散的交易规则。美国《商品交易法》第 3 条也阐述了把制定防范市场操纵的规则作为《商品交易法》的中心问题加以对待的必要性。

案例启示

经过多年的发展，世界各主要期货市场从期货操纵行为中吸取了丰富的监管经验。期货市场的交易规则和风险控制制度逐步完善，市场发展日益健康。目前，各大期货交易所均已经建立起较为成熟的风险控制制度。

第一，完善的保证金制度。保证金是期货交易者履行合约的财力担保。通常情况下，交易所可以根据合约剩余期限的长短，制定保证金收取比例。在异常情况下，交易所可以根据市场的风险状况，调高市场整体的保证金水平。保证金制度是期货交易所控制操纵风险的有效手段。操纵市场者多数是凭借其资金优势大量建仓来影响期货合约价格。当通过监控体系发现市场上有人试图操纵市场时，期货交易所就可以根据规则适当提高多空双方或某一方的保证金，增加其交易成本，使操纵者知难而返。

第二，严格执行限仓制度。限仓制度是指交易所规定交易所会员或者投资者持有的合约不得超过规定的最大数量。不论是采取何种操纵方法，操纵者均需要大量持有现货或者期货头寸才可能达到操纵的目的。限仓制度的实施，可以直接防止大户操纵市场价格，同时也可以防止市场风险过度集中于少数投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者，避免当他们无法承担巨额损失时，将风险蔓延到整个市场。

第三，严格执行大户报告制度。大户报告制度是指当交易所会员或者投资者的持仓量达到交易所规定的数量时，会员应该向交易所报告其资金情况、头寸情况，投资者则应通过会员向交易所报告其有关情况。通过大户报告制度，交易所能够监控市场动向和大户行为，使交易所在风险尚未积聚前有足够的时间来关注和控制事态的发展。大户报告制度的严格执行，使期货市场具有较高的透明度。市场越是透明，操纵难度越大。

在我国即将推出的股指期货市场上，风险控制制度也已经形成了体系。除了保证金制度、价格限制制度、持仓限额制度、大户持仓报告制度，还建立了强行平仓制度、强制减仓制度、结算担保金制度和风险警示制度共八项风险控制制度。比如结算担保金制度，是指由结算会员依交易所规定缴存用于应对结算会员违约风险的共同担保资金。结算担保金制度的实行为期货履约提供有力的资金支持，对投资者的合法收益起到保护作用，增强市场参与期货交易的信心，保证期货交易的流动性。结算担保金制度还加强各级会员之间的监督和制约作用，事前可以减少违约事件的发生，事后可以防止违约风险的扩散，为期货市场提供了风险屏障。

从滨中泰男操纵期铜价格遭遇巨额亏损的事件中，我们应认识到，在任何金融衍生品市场上，投资者都应尊重市场规律，理性参与，不能幻想依靠资金实力，试图改变市场内在的规律。对于普通投资者而言，可以从住友铜事件中得到以下启示。

首先，期货投资控制风险是第一位的，看错方向应该及时止损，而不能逆市场趋势而为。在期货市场上，所有的交易者都会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同“亏损”狭路相逢，能否最终胜利，关键在于自己是否善于保存实力。实际上，即使是成功的投资人，在任何一年的交易中，亏损次数也要高于盈利次数，但关键是他们的盈利部分要远远大于亏损部分。为了抓住几次大的盈利机会，虽然经受多次亏损而不至于全军覆没，我们必须借助严格的买单和卖单止损。由于期货市场的杠杆原理，用少量的保证金可能导致巨额的亏损，毫不夸张地说，每一次大的亏损都足以让投资者致命，因此在入市之前对止损位的设置至关重要。

其次，期货投资要有正确的投资心态与科学的投资策略。有较强的心理承受能力，冷静的对待潜盈潜亏，对潜盈和潜亏有充分的心理准备。不能有丝毫侥幸的心理，更不能有自负心理，时时抱有“唯我独尊”的心理是无法在期货市场长期立足的。在住友铜案例中，滨中泰男是被自己所谓的强大实力冲昏了头脑，以至妄图操纵市场，最终导致惨败的命运。

当前，股指期货即将在我国推出，这将为投资者提供新型的交易模式。投资者根据自身的风险偏好和投资目标，既可以参与套期保值、套利，也可以参与投机。投机是股指期货市场一种重要的交易活动，为套期保值者、套利者提供对手方，保证了期货市场的流动性。不管是何种交易模式，投资者都应在尊重股票现货市场运行规律的基础上，适度参与。在股指期货市场，忽视现货市场基本面，企图利用资金影响市场走势的操纵行为，是不现实的。因为现货指数的抗操纵性及期货市场的风险控制制度，保障股指期货具有较强的抗操纵能力，保证为广大投资者提供一个公平的投资环境。期货市场与现货市场之间的跨市场联动监管，更加强了各交易所之间的沟通与联系，提高监管效率，确保股指期货市场平稳运行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

参考文献

[1] 中国金融期货交易所.海外金融衍生品市场风险案例选编一,2007.

[2] 刘仲元.来自 LME 的诡谲风云：金属期货交易思考.中国期货业协会网站,2005.

[3] 黄运成,李海英.国外期货市场操纵的案例分析及经验借鉴.期货日报,2005.

[4] 黄骏飞.我国股指期货的开设及其风险防范研究.东方财富网,2006.

[5] The Securities and Futures Authority. Board Notice 540. 2002. http://www.fsa.gov.uk/pubs/additional/540.pdf.

[6] Michael Brunton (London), Irene M. Kunii, Satsuki Oba (Tokyo). Billion Dollar Loser. Time International,1996, 147(26).

[7] Stephanie Strom, A Market Ripe for Manipulation. The New York Times, 1996.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4 芬丘奇公司操纵市场失败案

背 景

芬丘奇公司(Fenchurch Capital Management)是登记作为美国商品期货交易委员会(Commodity Futures Trading Commission, CFTC)的商品交易顾问(commodity trading advisor)和商品基金操作商(commodity pool operator),活跃于美国国债现货市场和美国国债期货市场,芬丘奇公司的美国国债期货交易在芝加哥期货交易所(Chicago Board of Trade, CBOT)进行。

CBOT 的中长期国债期货合约的交易单位是面值为 10 万美元的美国国债,最后交易日截至交割月份倒数第 7 个交易日。中长期国债期货合约采用实物交割,在交割月份的任何时间均可进行交割。对于长期国债期货,期限超过合约交割月份第一天 15 年以上,并从那天起 15 年内不能回赎的任何政府债券都可以进行交割。对于中期国债期货,有效期限在 6.5～10 年之间的任何政府债券(或票据)都可以进行交割。

由于各种国债的息票利率和期限都不同,CBOT 规定,在交割时用以交割的国债均按一定比例折算成标准债券(如期限 10 年、息票利率为 8%的国债)。这个比例称为转换因子(conversion factor)。通过转换因子的调整,可交割国债的价格均可折算成国债期货合约的标准交割国债价格的一定倍数。转换因子在数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值上等于面值为1美元的可交割债券在有效期限内的现金流，按标准债券8%的息票利率(每半年复利一次)贴现到交割月份第一天的价值，再扣掉该债券的累计利息。转换因子的主要用途是，在既定的期货价格下，计算那些可交割债券的结算价格，即等于期货的报价×转换因子＋累计利息。转换因子通常由交易所计算并公布。

由于存在多种可交割债券，利用转换因子通过以下方法就可以选择交割最便宜的债券(cheapest-to-deliver bond)。多头方购买面值为100美元的债券的成本为：债券报价＋累计利率；空头方交割面值为100美元的债券后收到的价款为：期货的报价×转换因子＋累计利息。因此，交割最便宜的债券应是“债券报价－期货的报价×转换因子”最小的那个债券。从理论上来说，国债期货合约的价格应逐渐收敛到交割最便宜的债券的现金价格。空头方在进行交割时，应选择交割最便宜的债券进行交割。

根据上述交割方法，对于有效期限相同的国债，倾向于交割息票利率较高的债券。对于息票利率相同的国债，若息票利率高于8%，则倾向于交割期限较长的债券；若息票率低于8%，则倾向于交割期限较短的债券。如果交割最便宜的债券不是处于供应紧张的状态，合约空头方一般在临近最后交割日才进行交割。只要可交割债券供应充足，一天内即可完成交割。但是，如果无法获得交割最便宜的债券，空头方只能选择较为昂贵的债券进行交割。

在国债期货交割中，回购市场发挥着重要的作用。回购协议通常是指抵押融资，也即抵押债券融入现金的同时协定在未来某个时间买回抵押债券。签订回购协议的对手方称作逆回购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方，也即支付现金而借入债券。在回购协议中，回购利率是指回购方向逆回购方支付的利率。在回购市场上，部分交易无需指定特定的抵押证券，这类回购协议称作一般抵押品回购协议（general collateral agreements），简称一般回购。一般回购可以替换抵押品，而且一般回购利率（general collateral rates）通常较为稳定，接近美国银行间的隔夜拆借利率，也即联邦基金利率（federal funds rate）。指定抵押品的回购利率则随抵押品的供求情况而波动。通常，如果指定抵押品的回购利率低于一般回购利率时，意味该抵押品出现供求紧张。

回购市场是 CBOT 国债期货合约的可交割债券的交易场所。具体来说，如果国债期货合约的空头方没有可交割债券，通常是依靠回购市场而不是现货市场来获取可交割债券；如果空头方持有可交割债券，通常利用债券在回购市场上融资，交割时再从回购市场上重新买回。

事件经过

1993 年 6 月 21 日是 CBOT 的 10 年期国债期货 6 月合约的最后交易日，对应交割最便宜的国债是息票利率为 8.500%、2000 年 2 月到期的国债。交割最便宜的债券当时的供应情况无异常。然而，临近最后交割日时，空头方却很难在回购市场上获得 2000 年 2 月到期的国债，只能选择较为昂贵的国债——息票利率为 8.875%、2000 年 5 月到期的国债进行交割。面值为 100 美元的上述两种债券，价差达到 0.156 25 美元。这意味着使用 2000 年 5 月到期的国债进行交割，空头方需要多付 0.156 25 美元，也即空头方每持有一张国债期货合约就需要多付 156.25

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元。

在 10 年期国债期货 6 月合约的最后交易日，芬丘奇公司持有 1.27 万张 10 年期国债期货 6 月合约，约占合约未平仓量的 76%。在芬丘奇公司上述多头持仓中，总共有 4 800 张合约是使用 2000 年 5 月到期的国债进行交割，也即芬丘奇公司从中多赚取 75 万美元的收益。

经 CFTC 调查后，发现以下问题：

第一，2000 年 2 月到期的国债初始发行额为 107 亿美元，但部分国债由华尔街长期持有，部分国债捆绑到其他证券而不参与交易，因此 2000 年 2 月到期的国债的流通量不高。

第二，1993 年 6 月 25 日，芬丘奇公司通过现货市场和回购市场已经控制了约 14 亿美元的 2000 年 2 月到期的国债。不仅如此，芬丘奇公司还与多家机构以接近一般回购利率进行回购交易。例如，1993 年 6 月 24 日，芬丘奇公司与纽约联邦储备银行(Federal Reserve Bank of New York)进行回购交易，即芬丘奇公司抵押 8.37 亿美元的 2000 年 2 月到期国债，抵押期限为 1993 年 7 月 1 日(也即 10 年期国债期货 6 月合约交割期限结束后的第一个交易日)。值得注意的是，纽约联邦储备银行不会在回购市场再借出上述债券。

1993 年 6 月 25～29 日，芬丘奇公司继续在回购市场以越来越低的回购利率借入 2000 年 2 月到期的国债，再通过隔夜回购交易，以更高的抵押利率向数个机构借出 2000 年 2 月到期的国债，而且要求参与隔夜回购协议的机构不许在回购市场再借出债券。通过上述方法，芬丘奇公司控制的 2000 年 2 月到期的国债超过 20 亿美元。此外，芬丘奇公司放弃在逆回购交易中获得的利息而拒绝归还借入的 2000 年 2 月到期国债，逆回购交易的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对手方包括国债期货 6 月合约的空头方。

第三，1993 年 6 月 28 日，2000 年 2 月到期国债的回购利率偏低，甚至出现负利率，但一般回购利率高达 3.2%，因此纽约联邦储备银行通过经纪人要求芬丘奇公司以其他抵押资产替换 8.37 亿美元的 2000 年 2 月到期的国债。芬丘奇公司虽然同意更换抵押资产，但是并非在回购市场上借出这些国债以获取更具竞争力的资金借入利率，而是通过隔夜回购交易(利率将近于一般回购利率)将国债抵押给与其相关的公司，这些债券没有在回购市场上再借出。

鉴于上述现象，1996 年 7 月 10 日，CFTC 宣布芬丘奇公司存在操纵市场及逼仓的行为，并对芬丘奇公司提出行政性起诉的裁定。芬丘奇公司接受 CFTC 提出的民事罚款及采取补救性措施的调解请求。

CFTC 对芬丘奇公司操纵美国国债期货的裁决较为严厉，具体有以下几点：第一，CFTC 要求芬丘奇公司停止一切违反美国《商品交易所法》第 6 条(c)款和第 9 条(a)(2)款的行为。第二，芬丘奇公司需向美国财政部支付 60 万美元民事罚款。第三，在未来两年芬丘奇公司遵守以下承诺：如果国债期货合约的多头头寸在合约最后交易日达到或超过 5 000 张，芬丘奇公司必须每天向经济分析处(Division of Economic Analysis of CFTC)提供相关报告，直到国债期货合约交割期结束。报告内容包括芬丘奇公司每个交易日在所有市场上持有的交割最便宜的债券的多头仓位。如果经济分析处想了解交割最便宜的债券的仓位情况时，芬丘奇公司必须及时提供必要的信息。第四，芬丘奇公司必须检查公司内部的管理制度，确认公司制度设计是否合理，是否能够有效监管、阻止、查明、惩戒及纠正那些违反美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国《商品交易所法》的行为。第五，芬丘奇公司负责交易和监管的所有职员必须签署一份报告，确认他们已经了解 CFTC 的裁定。

案例分析

期货市场的操纵行为是指操纵者利用资金、信息等方面的优势影响期货合约价格，使其朝着某个方向变动并从中牟取暴利的行为。操纵行为严重破坏了市场公开、公平和公正的原则，侵害了普通投资者的利益，有损市场稳定有序的运行。

期货市场操纵行为通常分为两种：基于行动的操纵和基于交易的操纵。基于行动的操纵是指通过交易以外的行动来改变资产价格，如囤积(corner)、挤压轧空(squeeze)资产或在市场上散布虚假信息等。芬丘奇公司正是通过挤压轧空交割最便宜的债券，使其出现供应不足。基于交易的操纵是指通过交易来操纵期货价格。例如，持有大量期货合约，在到期日通过大量交易标的资产达到操纵标的资产价格，从而在期货市场上获利。

随着金融市场的发展成熟，金融衍生工具不断涌现，金融市场各子市场之间的联系越来越紧密。操纵行为可能不再局限于单一市场，而是出现跨市场联合操纵。所谓的跨市场联合操纵，是指投资者利用两个或多个市场中的金融工具进行价格操纵。在芬丘奇公司操纵国债期货事件中，芬丘奇公司除了在国债期货市场上持有大量未平仓合约外，还在期货合约交割期限内，通过回购市场影响交割最便宜债券的流通量，使其控制了大部分交割最便宜债券，导致部分合约空头者只能按芬丘奇公司所设想的，以较昂贵的债券进行交割。芬丘奇公司的操纵行为涉及

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三个市场：国债期货市场、国债现货市场和国债回购市场。由此可见，金融市场的健康持续发展需要引入跨市场联合监管，抑制跨市场联合操纵行为的发生。

首先，制定合作机制是跨市场联合监管的前提条件。为了有效合作，需要协调各个市场之间的部分法规和交易制度的分歧，建立资金流动及头寸状况等各项跨市场监管标准。只有建立起行之有效的合作机制，才能联合各市场有关的监管机构共同抵制操纵行为的发生。在芬丘奇公司操纵事件中，美国各监管部门及金融机构如 CFTC、CBOT 和纽约联邦储备银行通力合作。正如 CFTC 执行董事杰弗里·阿罗诺(Geoffrey Aronow)曾经所说的："通过这次共同合作，(监管者们)让市场参与者知道我们将会行动起来确保市场免受违法势力的侵害。"

其次，建立高效的信息共享机制是跨市场监管的重要工具。通过信息共享系统，各监管机构可以了解大额交易者的资金运用情况、交易者在期货市场和现货市场的套期保值策略和套利策略。信息共享机制有助监管机构随时跟踪整个金融市场的交易情况和资金情况，及时发现某个市场的异常交易行为，使其他市场可以提高警惕，遏制跨市场操纵行为的发生。

案例启示

随着各国金融衍生品市场的逐步发展，衍生品种类越来越复杂，跨市场联合监管越发迫切。在股指期货市场方面，境外成熟市场的跨市场联合监管日渐完善，我国股指期货市场的跨市场联合监管也初现雏形。

2007 年 8 月，在中国证监会统一部署和协调之下，上海证券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易所、深圳证券交易所、中国金融期货交易所、中国证券登记结算公司和中国期货保证金监控中心公司在上海签署了股票市场和股指期货市场跨市场监管协作系列协议，包括《股票市场与股指期货市场跨市场监管备忘录》的主协议及《股票市场与股指期货市场跨市场监管信息交换操作规程》、《股票市场与股指期货市场跨市场监管反操纵操作规程》和《股票市场与股指期货市场跨市场监管突发事件应急预案》三个具体操作规程。上述协议目的是构建四个机制：信息交换机制、风险预警机制、共同风险控制机制和联合调查机制。通过股票现货与股指期货之间的跨市场联合监管，提高监管效率，防范并及时查处跨市场操纵等违法违规行为，确保股指期货市场运行平稳，保障期货与现货市场健康协调发展。

随着国际金融市场的自由化发展，金融衍生品进一步推陈出新，金融衍生品的交易策略已经超越单一市场与单一国度的界限。为了更好地进行证券及金融衍生品交易的监管，各个国家或者地区的监管机构不仅构建国内的跨市场联合监管，更是加强国际合作，构建起国际的跨市场联合监管，成立了国际证监会组织(International Organization of Securities Commissions, IOSCO)、十国集团(Group of Ten)、巴塞尔委员会(Basle Committee)等正式或非正式的国际组织。

根据世界各地金融市场的发展状况，国际组织制定了相关协议与合作宣言，为组织成员参与金融衍生品国际间的跨市场监管创造机会。

1995 年 5 月，16 个国家的监管机构在英国温莎召开会议，联合发表有关跨境监管世界各主要期货及期权市场的“温莎宣言”(Windsor Declaration)。宣言建议：加强监管机构的合作；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持续保护客户的资金与资产；加强跨国金融机构的监管；建立各国监管机构在双边或多边基础上共享信息的机制等。

1995 年 11 月，巴塞尔委员会和国际证监会组织的技术委员会(Technical Committee of IOSCO)联合发表报告——《银行和期货公司衍生品交易行为的公开信息披露》。报告表明，国际期货监管协作的主要目标是相互合作以保证不仅在国内而且在国际范围内的市场监管更加优化，从而保持市场的公正和效率；相互交流各自的监管经验以促进国内市场的发展；加强联系与合作，努力建立监管标准，对国际期货交易实施有效监督；提供相互帮助，通过严格的标准和高效的措施确保市场的完整性。通过国际合作，各国的监管机构建立起信息共享机制，以制约跨国的欺诈、市场操纵和内幕交易行为。随着市场监管国际合作的加强，国际间游资利用各国监管制度的差异及漏洞进行投机的机会大为减少，由此促进全球期货市场的进一步发展。

1996 年 3 月，全球 49 个交易所、清算所及 14 个监管机构在期货产业协会的年会上签署了《国际信息共享协议》和《国际期货交易所和清算组织合作与监管宣言》。该协议和宣言允许交易所、清算所和监管部门共享成员的市场、金融信息，以便更有效地合作监管和处理证券市场上的风险和各种违法犯罪行为。

2007 年 4 月，国际证监会组织在印度孟买举行第三十二届周年大会，会上宣布中国证监会成为 IOSCO《多边磋商、合作及交换信息谅解备忘录》(下称《多边备忘录》)的正式签署方。《多边备忘录》是 IOSCO 近年来推出的最重要的国际多边合作协议，主要目的是促进签署机构间的执法信息交流和打击跨境证券犯罪。其中，执法信息包括与证券、衍生产品交易相关的资金、资产记录，交易记录，实际控制人等信息，以及当事人的陈述

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

等；打击的跨境证券犯罪涉及内幕交易、市场操纵、虚假陈述和其他证券欺诈或操纵行为。中国证监会签署《多边备忘录》后，既要承担义务，为境外监管机构提供监管协助，也将获得权利，从境外监管机构获得监管协助，从而创造双赢的局面。

参考文献

[1] 约翰·赫尔. 期权、期货和其他衍生产品(第三版). 张陶伟译，华夏出版社，2003.

[2] 黄运成，李海英. 国外期货市场操纵的案例分析及经验借鉴. 期货日报，2005.

[3] 曹元芳，吴超. 跨市场金融风险与金融监管合作. 上海金融，2007(1).

[4] 刘凤元. 现货市场与衍生品市场跨市监管研究. 证券市场导报，2007(9).

[5] 邱永红. 跨国证券发行与交易中的法律监管问题探析. 深交所，2003(5).

[6] 李强，等. 世界期货市场监管体系的发展趋势及对我国的启示. 期货日报，2004.

[7] U. S. Commodity Futures Trading Commission. Fenchurc Order, 1996. http://www.cftc.gov/enf/enffenchurc.htm.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5 香港金融保卫战

背 景

提起1998年的香港金融保卫战，不得不首先提到一个人，他就是乔治·索罗斯。索罗斯是犹太人，1930年出生于匈牙利，1947年移居英国，并在伦敦经济学院毕业。1956年，索罗斯移居美国。索罗斯以货币和股票投机发迹，在国际金融界战绩彪炳，几乎成为"国际炒家"的代名词。索罗斯管辖下的量子基金自1969年成立至1994年的26年间，增值1 300倍，总值达到200多亿美元。1997年，以索罗斯为首的国际金融投机商掀起一股抛售泰铢风潮，泰国、韩国、马来西亚、印度尼西亚相继陷入金融危机，最终导致经济危机。马来西亚总理马哈蒂尔当时称索罗斯为"潜伏在金融市场中的狠毒野兽"。在以秋风扫落叶之势横扫了整个东南亚之后，索罗斯又将矛头指向了刚刚回归中国的香港。

1997年10月23日，以索罗斯为首的国际炒家首次冲击香港市场，使得香港的银行同业拆借利率一度狂升，恒生指数和恒指期货下跌1000多点。10月过后，索罗斯又两度(1998年1月、1998年6月)攻击港元，利用汇市、股市和期市之间的互动规律大肆投机。香港政府通过提高短期利率的手法，击退了国际炒家对港元的攻击，汇市趋于稳定，但股市跌幅惨重。

索罗斯屡次攻击的目标都是香港金融体系的基石——联系

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

汇率制。所谓联系汇率制，是指港币与美元挂钩，实行1美元兑换7.8港元的固定汇率制。联系汇率制诞生于1983年10月，一直是香港金融管理局(金管局)首要的货币政策目标，其在促进香港经济的良好运行及巩固香港国际金融中心、贸易中心的地位中发挥着重要的作用。在联系汇率制下，汇率与利率存在以下关系：当港元资产的需求减少，港元汇率减弱至兑换保证汇率时，香港金管局便会向发钞银行(汇丰、渣打、中银)买入港元，基础货币随之收缩，利率因而上升，吸引资金流入以维持汇率稳定。当港元资产的需求增加，港元汇率转强，发钞银行向金管局买入港元，基础货币扩大，利率因而下调，从而遏止资金继续流入。总之，港元与美元的汇率保持稳定，但利率则可能出现调整。

国际炒家攻击港元的意图，简单来说，就是当港元受到冲击时，市场利率上升，必然影响处于低沉期的香港经济，因此股市将应声下跌。虽然国际炒家在汇市的投机活动可能有所损失，但在股市做空却能够获得极大收益。

事件经过

1998年7月，索罗斯等国际炒家开始第四次大规模攻击港元，同样的，还是以香港联系汇率制作为攻击目标。他们采取“双管齐下”的策略，一方面，利用日元疲软大肆散布人民币要贬值的谣言，动摇投资者对港元的信心；另一方面，在外汇市场大量沽出港元，同时在股票市场压低恒生指数，在期货市场累积大量恒指期货的空头头寸。面对国际炒家对香港市场的肆意投机，香港特区政府决定在8月14日入市干预。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从8月14日起，香港特区政府连续在现货和期货市场同时与炒家搏杀，动用近千亿港元，目的在于托升恒生指数，不仅要让炒家在抛空8月期指的行动中无利可图，更要使他们亏本，知难而退。与过往仅推高隔夜拆借利率加大国际炒家沽货成本的手法不同，在此次连续10个交易日的干预行动中，特区政府在股市、期市、汇市同时介入，力图构成一个立体的防卫网络，令国际炒家无法施展其擅长的“声东击西”或“敲山震虎”的手段。具体而言，特区政府方面针对大部分炒家持有8000点以下期指沽盘的现状，冀望把恒生指数推高至接近8000点的水平，同时做高8月期指结算价，而让9月期指价格回落，拉开两者之间空档。即便一些炒家想把仓单从8月转至9月，也要为此付出几百点的入场费，使成本大幅增加。在具体操作上，香港特区政府与国际炒家将主要战场放在大蓝筹股上，主要包括汇丰控股、香港电讯、长江实业等股票。这些股票股本大、市值高，对恒生指数涨落举足轻重。以汇丰控股为例，该股占恒生指数的权重达到30%，故成为多空必争之股。

8月28日是香港特区政府自入市干预打击国际炒家以来的第10个交易日，同时也是恒指期货8月合约的最后交易日。8月28日上午10点开市后仅5分钟，股市成交金额就超过39亿港元。半小时后，股市成交金额突破100亿港元。截至上午收市，成交金额达到400亿港元，接近1997年8月29日创下的460亿港元日成交金额的历史最高纪录。下午开市后，抛售压力有增无减，成交金额一路攀升，但恒生指数和恒指期货始终维持在7800点以上。下午4点整收市时，恒生指数、恒指期货和股市成交金额分别为7829点、7851点和790亿港元。香港股市最终顶住了国际炒家的抛售压力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在入市干预的10个交易日里，香港特区政府将恒生指数从8月13日收盘时的6660点推高到8月28日收盘时的7829点，迫使恒指期货8月合约在高位结算交割。同时，压低恒指期货9月合约的价格，使持有大量恒指期货空头头寸的国际炒家的展仓成本极高。

由于相当数量的投机资本或者在期货市场转仓到9月合约，或者滞留在股票市场伺机而动，香港特区政府修改交易规则，限制国际炒家投机活动，直接迫使投机资本惨败而归，而香港特区政府在对抗投机活动中取得最终的胜利。

案例分析

香港金融保卫战中，国际炒家在汇市、股市和期市攻击香港金融市场。攻击目标是联系汇率制，攻击思路是先在期市上建立大量空仓，再通过攻击联系汇率制迫使香港特区政府提高利率，并导致港股和恒指期货下跌，进一步引发港元贬值，陷入恶性循环，由此获取暴利。香港特区政府改变从前的应对策略，在汇市、股市和期市上与国际炒家展开对抗。以下通过分析香港特区政府在三大市场上对抗国际炒家的操作策略，增进对股指期货特性、股指期货市场与其他金融市场联动性的认识。

1. 外汇市场

国际炒家在外汇市场卖空港元主要有以下两种途径。

第一，借入港元，在即期市场兑换成美元。如果港元贬值，国际炒家在借款到期时只需使用部分美元即可还付本息，剩下的美元则是投机利润。由于港元离岸交易相对较少，国际炒家只能从香港本地获取港元，或者从银行同业市场上拆借，或者从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金管局的流动现金调节系统借入。由于金管局对使用现金调节系统进行市场投机的参与者实施监督并课以重罚，所以国际炒家主要通过银行间拆借市场获取港元。而银行间拆借市场有以下两种融资工具：拆借贷款和掉期合约。前者要求借出方将本金划拨给借入方；后者则不要求双方划拨资金，只需支付利息差额。

在此次攻击中，国际炒家没有进行大规模的即期拆借活动，而是预先囤积大量港元。1998 年上半年，有国际金融机构在香港发行了约 300 亿美元息票利率为 11%、1 年期至 2 年期的港元债券。通过掉期交易，这些港元成为国际炒家攻击香港金融市场的低成本来源。

第二，在远期市场上卖出港元。如果港元在远期合同到期日之内贬值，国际炒家即可赚取合同价和市场价之间的差价。统计数据显示，远期汇率下跌时，港元即期市场通常面临抛售压力。此外，国际炒家还买入远期美元，借此套利。

8 月 5 日，国际炒家开始大量抛售港元。香港特区政府改变在前几次攻击中被动提高短期利率来应对国际炒家抛售港元的做法，运用特区政府财政储备如数吸纳，将汇率稳定在 1∶7.75 的水平，同时银行同业拆借利率仅小幅上升 2%至 3%。8 月 6 日，国际炒家继续大量抛售港元，香港特区政府不仅吸纳国际炒家猛烈抛售的港元，还将港元存放回银行体系，使银行银根宽松，维持银行同业拆借利率的稳定。两日来，香港特区政府共承接 300 亿至 400 亿港元。由于香港外汇储备充足，国际炒家转为正面突击股市和期市。可以说，香港特区政府对抗国际炒家策略的转变维护了港元汇率的稳定，避免了高利率产生的严重后果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 股票市场

国际炒家在股市的抛售主要有两种途径：其一是抛售持仓，其二是借券卖空。前者受股票持仓量的限制，抛售股票的数量有限，后者则不受持仓量限制，可以在短期内大大增加抛售力度。

8 月 13 日，恒生指数在沉重的抛压下一度跌至 6500 点，创下 5 年来的新低。次日，香港特区政府决定入市大量买入恒生指数成分股，托高股市，当日股市成交额较上一交易日增加 50% 以上。截至 8 月 20 日，香港特区政府入市资金达到 100 亿港元，恒生指数上升到 7742 点。8 月 21 日，受俄罗斯金融危机影响，全球各主要股市全面下跌，香港股市亦下跌 200 多点。8 月 24 日，香港特区政府再斥资近 80 亿港元将恒生指数推高 300 点，使周边市场对香港市场的负面影响得以控制。由于距离恒指期货 8 月合约最后交易日的天数不多，持有合约大量空头头寸的国际炒家开始孤注一掷，抛售攻势越来越猛烈。香港特区政府亦大规模接盘，甚至创下 1 分钟买入 1 亿股香港电讯股票(占其总流通股的近 1/10)的纪录。

8 月 28 日，国际炒家仍负隅顽战，香港特区政府动用大量资金承接铺天盖地而来的卖盘。截至当日收盘，恒生指数报收 7829 点，除香港电讯股票较上一交易日跌 10% 外，大盘股全线收红。成交方面，当日 790 亿港元的成交额中有近 90% 是来自香港特区政府。在 10 个交易日的对抗中，香港特区政府共动用 1 181 亿港元，约占股市 8 月总成交额的一半。

3. 期货市场

从 8 月 3 日起，香港股指期货市场同样遭到抛售压力。在 8 月 3 日至 8 月 13 日的 7 个交易日里，恒生指数下跌 800 多点，恒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指期货 8 月合约亦下跌 900 点。持有空头头寸的国际炒家在期市上赚取了高额利润。相对 60 000 港元的保证金来说，每张恒指期货合约在 7 天内给国际炒家带来 45 000 港元的收益。

期市是股市的风向标。如果恒指期货受到操纵而大幅下跌，必然导致股市随之下跌。国际炒家在高位卖空恒指期货，一方面为了从中牟取暴利，另一方面就是为了打压指数期货，在股市造成恐慌情绪并形成抛售压力，最终压低股市。8 月 14 日，香港特区政府动用外汇基金，不仅在股市买入股票抬高恒生指数，同时在期市大量买进恒指期货合约。8 月 24 日，恒生指数回升到 7820 点，高于 8 月初国际炒家卖出恒指期货 8 月合约的价位(7500 点左右)。

恒指期货合约的最后交易日是交割月份的倒数第二个交易日，最后交易日的后一个交易日是结算日。恒指期货合约的结算价取最后交易日每 5 分钟恒生指数价格的算术平均值。也就是说，8 月 28 日是恒指期货 8 月合约的最后交易日。因此，恒生指数在 8 月 28 日的走势是决定胜负的关键。

8 月 25 日，恒指期货成交量达到 42 264 张，比上个交易日增加 58%。在接下来的两个交易日中，恒指期货的交易量也都居高不下，远远高于正常情况下的交易水平。8 月 28 日，香港特区政府凭借资金实力，使恒生指数维持在 7800 点左右，当日恒指期货结算价格为 7851 点，比入市时的 6610 点高出 1241 点。

国际炒家认为香港特区政府投入 1 000 多亿港元，难以长期支撑下去，因而从 8 月 25 日开始，将 8 月合约平仓转而大量卖出 9 月合约。与此同时，香港特区政府也从 8 月 25 日开始，大量卖出恒指期货 9 月合约，形成 9 月期货合约价格远远低于 8 月期货合约价格的态势。8 月 28 日，9 月期货合约价格为 7200

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

点，与 8 月期货合约 7851 点的结算价相差 641 点（正常情况下，当月和下月合约在临近结算日的价差在 100 点左右）。因此，国际炒家如果买入 8 月合约而卖出 9 月份合约，每转仓 1 张合约需要付出 32 500 港元的代价。

考虑相当数量的投机资本在期市转仓到恒指期货 9 月合约，首先，香港特区政府于 8 月 29 日宣布，从 8 月 31 日起，凡持有 1 万张以上期货合约的投资者，保证金增加 50%；其次，降低大户持仓的呈报要求，由 500 张合约降为 250 张合约。香港特区政府还从 9 月 7 日开始，加强期货市场大额持仓的监管。

香港特区政府入市反击国际炒家的攻击，虽与香港特区政府历来推行的“积极不干预”政策不相符，但其积极意义远胜于消极意义。首先，保卫了联系汇率制，避免了港元大幅贬值，捍卫了香港国际金融中心的地位。其次，避免香港经济出现灾难性的动荡。香港特区政府及时入市干预，防止了股市崩溃和市场财富缩水，避免了因金融市场动荡引发经济问题。

10 年后，索罗斯的前助手回忆起那一天香港特区政府的表现时，仍表示出相当的敬佩。认为“香港特区政府出手果断，时机选择非常好”。因为接下来 3 天是周末和抗战胜利纪念日的休市安排。再开市时，美国股市已大幅回升，日元汇率在日本政府可能干预的情况下逐步趋稳，亚洲股市也因此开始反弹。随后，在诸多外围利好因素刺激下，香港股市展开强劲反弹，港元汇率恢复稳定。

案例启示

以索罗斯为首的国际炒家攻击香港金融市场时，在银行间

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拆借市场借入港元，在外汇市场抛空港元，在汇率远期市场套利，在股票市场和期货市场做空。索罗斯的攻击策略不仅仅局限于某个金融市场，而是利用多个金融市场之间的联动性进行投机。在前三次攻击香港金融市场时，香港特区政府仅以提高短期利率来限制国际炒家的投机成本，虽然此举使得港元汇率维持稳定，但股市大幅下跌，投资者信心遭受损害，而索罗斯却在股市和期市上均有收获。

索罗斯第四次借联系汇率制攻击香港金融市场时，香港特区政府在汇市、股市和期市与投机资本展开立体化作战，以其人之道还治其人之身。香港特区政府充分利用现货和期货两个金融市场的联动关系，击退了国际炒家。香港发达的股指期货市场充分发挥了维护金融市场安全的作用。从香港金融保卫战的经过可以看出，股指期货市场是香港特区政府和国际炒家交手的主战场，正是因为国际炒家在股指期货上的失败，才导致了特区政府最终取得了这场金融战的胜利。可以说，股指期货在香港金融保卫战中发挥了关键性的作用。其实这并不难理解，因为股指期货具备高杠杆性，并且交易成本低，流动性好，使得国际炒家在股指期货上集结了重兵。香港特区政府则通过拉升现货指数，使得股指期货合约在高位结算，击溃了国际炒家的阴谋。

与此相反，作为东南亚金融危机的首发国——泰国，当时尚未建立在交易所交易的金融期货市场，只有场外柜台交易市场，很难采取有效手段抵御国际炒家。由于缺乏完善的外汇期货、股指期货等衍生品市场，在相当程度上弱化了泰国抵御金融风暴的能力。面对国际炒家冲击外汇市场和股票市场，泰国的国内外机构投资者无法利用外汇市场和期货市场有效对冲风险，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只能选择在现货市场卖出持仓。这种被动的避险方式导致泰国证券交易所(Stock Exchange of Thailand,SET)指数从1994年1月的1700点跌至1998年9月的207点,跌幅高达88%。金融危机之后,泰国逐渐认识到金融期货市场对国家金融安全和经济安全的重要意义,开始积极筹建期货交易所。

在这里,我们还看到金融体系中的各个金融市场并非独立存在,而是相互联系和相互影响的。因此,不管是监管者,还是投资者,都不能把某个金融市场孤立起来思考问题,忽视各金融市场之间的内在联动性。例如,对于股票现货市场和股指期货市场来说,在正常情况下,股票现货市场的长期走势,是由宏观经济及上市公司的基本面决定的。股指期货以股价指数为标的,其价格波动同样受到上述基本面因素的影响。由于交易制度等方面的不同,股指期货对基本面因素的变化能作出更快的反应,而且股指期货价格所形成的预期及股指期货大量的套利交易向股票现货市场提示和传递更多的市场信息,提高股票现货市场的信息含量,进而影响现货市场的变化。因此,股指期货价格是反映股票指数价格变动预期的一个外生因素,不会改变股票现货市场的长期走势。在成熟市场上,股指期货可以引导股票现货市场更加准确的定价,成为现货指数的先行指标。

参考文献

[1] 海通证券.海外股指期货市场重大风险案例研究.专题研究报告,2006.

[2] 褚玦海,王玮.金融转型过程中衍生品交易方式的选择.上海金融,2003.

[3] 欧阳卉然.1998香港金融保卫战.交易文摘网,1998.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6 长期资本管理公司的兴衰

背 景

美国长期资本管理公司(Long-Term Capital Management, LTCM)成立于 1994 年 2 月,总部设在格林尼治,是一家主要从事定息债券工具套利活动的对冲基金。LTCM 负责人是华尔街著名投资大师梅里韦瑟(John Meriwether),合伙投资人中包括美联储前任副主席莫里斯(David Mullins)、两位诺贝尔经济学奖得主——被誉为金融界顶尖学者的默顿(Robert Merton)和布莱克-斯科尔斯(Black-Scholes)期权定价公式发现者之一的斯科尔斯(Myron Scholes)。

成立之初,LTCM 共募集资金 12.5 亿美元。虽然没有达到梅里韦瑟预计的 25 亿美元的目标,但已是当时规模最大的对冲基金之一。成立之后,LTCM 不负众望,1994 年的投资回报率为 28.5%,1995 年为 42.8%,1996 年为 40.8%,1997 年为 17%。1997 年底,LTCM 的资本金已由当初的 12.5 亿美元增加到 48 亿美元。

与一般投资基金相比,LTCM 有很多不同之处。首先,LTCM 的团队是数量金融的巅峰组合,对投资者的要求较苛刻。一般对冲基金收取投资者所得利润的 20%及投资资产的 1%作为佣金,而 LTCM 收取的佣金为投资者所得利润的 25%及投资资产的 2%,而且规定投资资金不低于 1 000 万美元,资金在 3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年内不得赎回。

其次,LTCM积极倡导投资数量化,运用计算机建立数量模型分析金融工具的价格,寻求不同金融工具间的价格差进行短线交易。具体来说,LTCM有机组合金融市场的历史交易资料、理论研究成果和市场信息,形成一套较完整的自动投资模型。模型处理大量历史数据,通过连续和精密的计算得到两种不同金融工具之间的正常历史价差,然后结合市场信息分析两种金融工具的最新价差。如果两者出现偏差且偏差正在放大,计算机立即建立起庞大的债券和衍生工具组合,大举进行套利投资。经过市场一段时间的调节,放大的偏差将自动恢复到正常水平,此时模型指令平仓离场,以获取偏差带来的收益。

根据上述投资策略,LTCM并不关心资产价格是上升还是下降,而是在两项资产的价格差处于非合理状态时,买入低估资产,卖空高估资产进行套利,期望资产价格差向合理状态收敛。为了控制风险,对每一笔核心交易,LTCM都有着数以百计的金融衍生合约作为支持。LTCM认为,在复杂的数量模型基础上,多头资产和空头资产高度相关,基金所承担的净市场风险不高。

最后,由于债券工具间的偏差通常非常小,LTCM若要获取可观的利润就一定要使用高杠杆比率进行套利。事实上,LTCM的杠杆比率的确很高。因为声誉卓越,LTCM只需持有高等级的抵押品即可获得100%的融资,融入的资金又可以用来买入债券,作为进一步融资的抵押品。1998年初,LTCM资产净值约40亿美元,但通过借贷所持有的资产,包括债券、股票、外汇接近1 250亿美元,也就是说,LTCM每1美元的资本金约支撑30美元的资产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事件经过

1998 年,LTCM 的投资主要包括以下四种类型。第一,在美国、日本和欧洲的主权债券(sovereign bond)市场间套利。第二,在欧洲主权债券市场间套利。LTCM 认为,"随着 1999 年 1 月 1 日欧元的推出,欧盟各国的债券息差将逐渐缩小"。由于当时德国债券利率较低,其他欧盟国家如意大利的债券利率较高,LTCM 于是卖空德国债券,买入其他欧盟国家如意大利的债券。如果德国和其他欧盟国家的债券息差如期缩小,LTCM 的套利组合将获利。第三,LTCM 购买因流动性不足而价值相对低估的已发行一段时间(off-the-run)的美国国债,同时沽空流动性较好的新发行(on-the-run)的美国国债。若两者价差缩小到合理范围内,LTCM 通过相反操作便可获取利润。在美国国内,LTCM 沽空美国 30 年期国债、持有按揭债券的对冲组合。第四,LTCM 的数量模型认为,新兴市场国家债券与美国国债之间的利率相差过大。LTCM 预测新兴市场国家债券的利率将逐渐恢复稳定,两者间的差距也将缩小。因此,LTCM 大量持有新兴市场国家的债券如俄罗斯国债,同时抛空美国国债。

1998 年 5 月,俄罗斯爆发金融危机。同年 8 月,国际石油价格下滑,俄罗斯国内经济不断恶化。俄罗斯政府因外汇储备面临枯竭,8 月 17 日宣布卢布贬值,停止国债交易,采取将 1999 年 12 月 31 日前到期的债券转换成了 3～5 年期的债券等系列措施。虽然俄罗斯的国民生产总值及其进出口贸易额在全球所占的比例很小,但是有 2 000 多亿美元的外债。俄罗斯政府的举动引起国际金融市场的恐慌。由于担心其他新兴市场国家也会出现债务危机,资金纷纷从新兴市场国家的债券市场撤出,转而投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

向低风险的金融工具，其中包括美国国债、德国国债等风险小、流动性好的债券品种。在资金推动下，美国国债价格一路上扬，30 年期国债利率在 8 月 21 日下降到 20 年的最低点。

俄罗斯金融危机爆发导致全球债券市场利率出现非预期变动，流动性好的资产对流动性差的资产形成较强的替代性。LTCM 各类套利组合遭遇极大的负面影响。加之巨大的杠杆效应，LTCM 损失惨重。一方面，LTCM 持有大量的俄罗斯国债的多头头寸和美国国债的空头头寸。但是，俄罗斯国债因流动性锐减，价格减为原来的三分之一，美国国债价格则持续走高，LTCM 此项套利交易双边受损。此外，低风险德国国债的价格同样走高，与意大利国债的息差也在放大。另一方面，新发行的美国国债由于流动性较好，极受市场资金追捧，与已发行一段时间的美国国债间的息差非但不缩小反而放大，致使 LTCM 在美国国债市场上的套利交易也面临亏损。更为严重的是，LTCM 持有的资产多数流动性不高。当 LTCM 平仓套现时，其资产净值缩水严重。

由于 LTCM 所持有的资产价格跌幅巨大，银行要求其补交更多抵押品，而危机伊始 LTCM 抛售流动资产的错误决策使 LTCM 陷入窘境。尽管形势继续恶化，LTCM 仍然坚信套利原理，且认为他们所需要的只是从投资者手里筹集更多的资金来面对这个扭曲的市场。由于风险越来越大，投资者不愿意再提供更多的资金。1998 年 9 月，LTCM 全面溃败。9 月 1 日，LTCM 的资产净值减少到 23 亿美元。9 月 22 日，LTCM 的资产净值缩减为 6 亿美元。随着 LTCM 的资产大幅减值，LTCM 所要支付的抵押品更多，致使 LTCM 的资金更是捉襟见肘，濒于倒闭。9 月 23 日，美联储出面组织安排，以美林、摩根为首的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

15 家国际性金融机构注资 36 亿美元，收购 LTCM 90％的股权，共同接管 LTCM，避免其倒闭的厄运。

案例分析

LTCM 聚集了金融市场理论界和实务界的顶尖人才，团队极高的声誉也使其在融资方面具有得天独厚的优势。然而，如此赫赫有名的对冲基金最终不得不接受被接管的命运。LTCM 几近破产的直接原因，是俄罗斯金融危机爆发继而引发的全球债券市场利率的非预期变化。

LTCM 利用大量的历史数据进行数量化分析来寻找套利机会，在大多数的情况下获得巨大成功。值得注意的是，历史不会简单地重复，基于历史数据得出的结论未必一直适用。历史数据的统计过程中，往往会忽略小概率事件。这些小概率事件随着时间的积累和环境的变化，发生的机会可能比统计数据所反映的大得多，在统计学上称作“胖尾”现象。小概率事件的发生，导致市场环境出现非预期变化，以前的投资策略可能失灵，这对投资组合产生的影响极可能是致命的。

俄罗斯金融危机的爆发，就是 LTCM 模型所忽视的小概率事件。危机爆发后，全球固定收益市场出现“Flight to Liquidity”现象，即流动性好的资产对流动性差的资产产生较大的替代性。这时，资金不仅从新兴市场国家的债券中撤离，追逐安全的投资工具如美国国债、德国国债等流动性好的债券，而且在美国国内，资金也从公司债券和房屋抵押债券等转移到国债，甚至从已发行一段时间的美国国债转移到流动性更高的新发行的美国国债，以至前者相对后者来说，出现严重低估。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在全球债券市场突如其来的改变中,套利组合本该收敛的息差反而扩大。套利组合发挥作用的基础是组合中的两种金融工具价格存在正相关关系。在价格正相关的变化过程中,如果两者价格变化相同,价差维持不变,套利组合不盈不亏;如果两者价格变化不同,价差逐步缩小,套利组合实现收益。但是,如果在特殊情况下,两种金融工具的价格出现负相关变化,套利就变成一种高风险的交易策略,或者两头亏损,或者两头盈利。LTCM 先前所构造的多个套利组合里,买入的是流动性较差的债券,卖空的是流动性较好的债券。因此,随着利差扩大,LTCM 的头寸状况越来越糟。一方面,LTCM 的套利组合两头受损;另一方面,LTCM 无法以合理的价格出售所持有的流动性较差的债券来获得资金,当出售资产来偿还损失时,LTCM 的资产总值也在急速缩水。

为了创造高额收益,LTCM 承担高杠杆比率,进行大规模的套利活动,这在一定程度上反映 LTCM 的管理者对其复杂的数量模型极为信赖。在 1998 年,LTCM 表内投资杠杆比率高达 30 倍。如果考虑衍生产品等表外投资,LTCM 投资杠杆比率更是超过 300 倍。当市场向不利方向运行时,LTCM 即面临着高额的保证金追缴问题。虽然市场的运行方向最终会回到正常轨道上,但 LTCM 极高的杠杆比率使其无法在较长时间里承受如此大的波动。LTCM 只能被迫离场,潜在的损失变成现实的损失。

事实上,欧元启动使欧盟各国的息差缩小,在 LTCM 被接管后的不久成为现实。1998 年 11 月,意大利降低利率至 3.5%。11 月 28 日,意大利 30 年期国债收益率为 4.87%,德国的为 5.07%,息差已降为 0.20%。在美国国内,美联储在 9 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

29 日、10 月 15 日、11 月 19 日 3 次减息，将联邦基金利率调整为 4.75%。11 月 28 日，美国 30 年期国债收益率为 5.178%，30 年期按揭证券收益率为 6.4%，息差缩小到 1.2%左右。随着美国国债价格下跌，这时的 LTCM 开始盈利，收益超过 4 亿美元。

另外，一个导致 LTCM 濒临破产的重要因素就是公司运作不透明，从而缺乏外部监管。长期资本管理公司拒绝向银行透露任何交易策略，经常把一组交易的不同部分交给不同的经纪行来执行。比如，摩根士丹利执行其中的一部分，美林证券执行另外一部分，而剩余的部分交给高盛公司来做，没有一个人可以看到整个交易的全貌，甚至连 LTCM 的律师都被蒙在鼓里。

实质上不受任何监管的长期资本管理公司，并没有将基金所承担的巨大风险向其投资者进行通报。事实上，他们根本就没有告诉他们的投资者，他们究竟在哪里进行投资，又是如何进行投资的，而只是敷衍了事地将大概的情况告诉投资者。这样，LTCM 的投资行为难以受到外部有效的监管，给公司的发展留下了隐患。

案例启示

LTCM 拥有超豪华的团队阵容，精细的数量化模型和强大的资金实力，却好景不长，因俄罗斯金融危机损失超过 40 亿美元，濒临破产边缘，不得不引人深思。

首先，任何投资，风险控制都是第一位的。在金融市场上生存和发展，控制风险是永恒的主题。由于对套利模型的绝对自信，LTCM 忽视了小概率事件发生导致的风险，最终差点破产。此外，LTCM 投资不够分散化，也是其风险控制不够的重要体

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现。长期资本管理公司自欺欺人地认为，自己所承受的风险是经过很好的分散的，但实际上，他们只是在形式上这样做。基本上，在大多数交易中，LTCM 都将赌注押在了信用等级很低、流动性不够的债券上。因此，在市场出现周期性逆转、银根抽紧后，这类资产遭到集体抛弃。此时，这些资产之间的相关性非常高，自然加大了 LTCM 整体的投资风险。

其次，高杠杆是一把“双刃剑”，既能放大收益，也能放大亏损。LTCM 由于有超强的融资能力，资金杠杆比率极高，表内的杠杆比率达到 30 倍，如果加上表外的金融衍生产品，杠杆比率甚至超过 300 倍。在 LTCM 高杠杆背后，也有银行的“功劳”。一般来说，客户违约时，债权银行通常都会持有该客户所缴纳的保证金。但长期资本管理公司却经常不缴纳一分钱保证金，银行愿意在不缴纳任何保证金的前提下，向长期资本基金提供大量融资，从而使长期资本管理公司能够毫无顾忌地大肆扩大其所利用的财务杠杆，肆无忌惮地扩张其信用。高杠杆给 LTCM 带来了巨额的收益，但同时，高杠杆背后也隐藏着巨大风险，LTCM 显然忽视了这一点。作为国内金融机构或是普通投资者，在使用资金杠杆的时候一定要适可而止，不能盲目追求高杠杆。

再次，套利交易存在局限性，历史数据得出的统计结论并非在任何时候都成立。LTCM 根据历史数据分析得出结论，并据此建立套利组合，存在一定的局限性。其一，根据历史数据得出的统计结论在特定的情况下可能是错误的；其二，即使结论正确，由于市场并不是完全有效，在恢复到正常状态之前，市场可能在较长的时间内都处于一个不合理的状态，套利组合可能需要持有较长的时间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最后,程序交易的局限性。LTCM 的亏损容易让人对程序化交易产生恐惧,而且很多交易所对程序化交易也有不同的限制。程序化交易始于 20 世纪 70 年代,股票组合管理人使用计算机系统选择和交易股票。程序化交易可以有效克服人的情绪波动对交易的影响。20 世纪 80 年代,程序化交易进入高速发展阶段,养老基金和对冲基金开始大量涉足程序化交易。例如,对冲基金通过复杂的数学模型,分析不同金融工具或者不同市场中同一金融工具的价格,挖掘市场机会,进行程序化套利交易。20 世纪 90 年代后期,程序化交易在资产管理和经纪业务领域也获得长足的发展。ETF 基金实现指数的快速股票化交易,跟踪误差也得到很好的控制。

股指期货交易中,由于套利的机会稍纵即逝,所以多数套利交易都是依靠程序化交易,故应当予以格外重视。作为金融衍生品,股指期货的风险特性使得高端的定量分析成为必要。无论是股指期货的套期保值还是套利活动,都需要进行模型研究和程序设计。应该注意的是,程序化交易并非交易的全部。程序化交易的交易主体仍然是人,程序化交易只是执行了人的交易策略,更快地实现交易。因此,程序化交易之外,还需配合足够的风险管理。要高度关注衍生品交易中的小概率事件和人为因素,不能过度依赖程序化交易。否则,可能反而会被程序化交易误导,带来更加不利的后果。这也是很多交易所在一些特定条件下限制程序化交易的原因所在。

在我国即将推出的股指期货市场,更是如此。股指期货具有确定的到期期限,随着到期日的逼近,期货价格与现货价格肯定会恢复正常的价差关系。比起 LTCM 的定息债券工具的套利组合,股指期货价格向合理状态收敛的不确定性低。但是,如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果受小概率事件的影响，股指期货价格会在合约到期前出现大幅波动，届时如果投资者缺乏足够的资金应付市场的非预期变动，同样会面临提前平仓惨败出场的局面。因此，在交易过程中永远要考虑到意外发生的可能性，谨慎面对在市场新变化下资产的流动性风险，选择合适的杠杆水平。

参考文献

[1] 蒋涛. 关于长期资本管理基金(LTCM)事件. 价值杂志，2003.

[2] 张雪莹. 世界十大投资经典败局. 清华大学出版社，2005.

[3] Roger Lowenstein. 营救华尔街——一群投机天才的崛起与陨落. 孟立慧译，上海远东出版社，2003.

[4] 尼古拉斯·邓巴. 创造金钱. 俞卓菁译，上海人民出版社，2002.

[5] David Shirreff. Lessons From the Collapse of Hedge Fund, Long-Term Capital Management. International Financial Risk Institute, 2000.

[6] Marcus Miller. Leverage and the LTCM Rescue. Global Development Finance, 1998 Seminar.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7 英国国民威斯敏斯特银行巨额亏损案

背 景

英国国民威斯敏斯特银行(National Westminster Bank)是由英格兰国民地方银行(National Provincial Bank)和威斯敏斯特银行(Westminster Bank)在1968年合并而成的。英格兰国民地方银行成立于1833年,原名为英格兰地方银行;威斯敏斯特银行成立于1836年,原名是伦敦威斯敏斯特银行,1909年与伦敦郡银行合并,后又兼并马尔斯特、诺丁汉、史迪威尔等银行。

英国银行家协会在1997年公布的资料显示,国民威斯敏斯特银行共有1 920个支行、分行和营业部,共吸收存款约1 138亿英镑,客户750万名。此外,国民威斯敏斯特银行直接拥有或控制的子公司达50多家,遍及北美、东亚、中东、欧洲、大洋洲的40多个国家和地区。经营方面,根据英国《银行家》杂志公布的数据,1996年,国民威斯敏斯特银行的资产为1 853.36亿英镑,利息收入37.14亿英镑,非利息收入34.97亿英镑,成本49.36亿英镑,提取坏账准备金6.13亿英镑,税前利润17.22亿英镑,雇员6.9万人,其中英国本土4.7万人。

1987年9月,国民威斯敏斯特银行的下属公司——科蒂证券公司(发行商)认购4.9%的蓝筹股票,同时,国民威斯敏斯特银行证券公司(交易商)也认购4.6%的蓝筹股票。不久,后者将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票转让给前者，这时科蒂证券公司持有的蓝箭股票达到9.5%，但科蒂证券公司在事后两个月并未公开声明，因而违反了英国《公司法》关于超过5%的持股者必须公开声明并说明持股目的的规定，涉嫌非法持股，因此受到了司法审查，并且持续了3年之久。这一案件使国民威斯敏斯特银行公信力大大下降，公司经营由此陷入困境。

非法持有蓝箭股票的事件发生后，原国民威斯敏斯特银行董事长、总裁引咎辞职，分别由亚历山大爵士和温勒斯接任，国民威斯敏斯特银行开始结构重组，实行转轨战略，计划成为“全球十大投资银行之一”。代表国民威斯敏斯特银行从事证券交易的是银行子公司——威斯敏斯特资产有限公司(NatWest Capital Markets，NWM)，而NWM所有交易头寸的损益情况都将记录到银行总部的资产负债表上。

1987年起，NWM扩大期权交易种类，标的资产从股票发展到货币(包括本币和外汇)、债券、贵金属；地理范围从欧洲扩大到东亚、北美和大洋洲。不仅如此，NWM还向融资兼并、产权交易、证券研究、顾问咨询等领域发展，力图跻身于与美林、所罗门等齐名的全球十大投资银行之列。据英国证券评论家坎恩估计，从1992年开始，NWM投入20亿英镑进行兼并扩张。NWM在26个国家和地区设立分支机构，共有雇员8 000多人。尽管NWM的业务拓展取得了一定的成绩，但NWM的经营成本居高不下。直到1992年，NWM才开始盈利，但利润率仅是银行零售业务利润率的1/3～1/2。在期权亏损事件发生后，1997年上半年NWM的营业利润仅有3 800万英镑(1996年同期为2.19亿英镑)，仅相当于国民威斯敏斯特银行零售业务的零头。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事件经过

1997 年 2 月,NWM 在一次内部检查中,发现德国马克的互换期权账户存在漏洞。通过进一步调查后发现,以德国马克、英镑为标的货币(underlying currency)的利率期权和互换期权账户都存在虚假报账行为。经确认,国民威斯敏斯特银行累计损失 9 050 万英镑,其中 5 560 万英镑损失来自帕普伊斯(Kyriacos Papouis)负责的德国马克期权账户;2 460 万英镑损失来自道奇森(Neil Dodgson)负责的英镑期权账户。

据英国证券期货管理局(The Securities and Futures Authority,SFA)的调查报告,帕普伊斯是 NWM 的期权交易员,直属上司是道奇森,在 NWM 主要负责德国马克利率期权和互换期权交易。1995 年 3 月到 1996 年 2 月间,帕普伊斯通过操纵期权引伸波幅数据,提高德国马克期权账户中上市期权的估值,从而掩盖德国马克期权账户上的损失。1995 年 3 月,该账户损失为 110 万英镑。到 1995 年 6 月,损失扩大到 796 万英镑,1995 年 9 月达到 1 730 万英镑。1995 年 12 月损失增加到 2 240 万英镑。

1996 年 2 月,后台人员告知帕普伊斯,NWM 后台系统记录的德国马克上市期权估值偏离其市场价格。于是,帕普伊斯对德国马克上市期权进行减值处理,使其按市值估计的价格贴近市场价格,这时德国马克期权账户暴露出 2 416 万英镑的损失。为了再次掩盖损失,帕普伊斯对德国马克期权账户和互换期权账户进行处理。于是,德国马克期权账户产生虚假盈利,而德国马克互换期权账户出现亏损。对于德国马克互换期权账户上的损失,帕普伊斯通过操纵该账户上的引伸波幅数据,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

估高该账户的头寸价值而掩盖损失。帕普伊斯操纵账户的行为一直没有暴露，1996 年 12 月，他"安然无恙"地离开 NWM。直到 1997 年 2 月，NWM 在一次内部检查时，才发现帕普伊斯的违规行为。

道奇森是 NWM 负责利率期权交易的环球主管，同时也是英镑利率期权和互换期权的交易员。1995 年 12 月到 1996 年 2 月间，通过操纵英镑期权账户上的引伸波幅数据，道奇森持续估高英镑期权账户中的上市期权价值。多数情况下，系统记录的期权估值与期权市场价格之间的差异相当明显，但道奇森虚报利润的行径长期不为人所知。

在帕普伊斯和道奇森操纵账户来掩盖损失的事件中，市场偏向于认为国民威斯敏斯特银行最初的损失产生于场外利率期权和互换期权定价过于激进，而且在定价失误后，市场朝着不利方向变动，更是加重了国民威斯敏斯特银行的损失。

事件发生后，国民威斯敏斯特银行采取一系列措施挽回银行的信誉。在 NWM 审计报告公布后，开始追究管理者的责任，NWM 总裁欧文等银行 6 位管理者先后离职。同年，国民威斯敏斯特银行向伦敦证券交易所(London Stock Exchange)、证券与投资委员会(Securities and Investment Board)提交改组整顿方案。包括缩减业务、精简人员、引入跨国经营人才、加强内部控制，以及停止发放本年度的年终奖金以冲销期权交易中的亏损黑洞等。然而，相对国民威斯敏斯特银行在期权交易中的损失，市场广大投资者对银行信心的丧失更为惨重，这也在一定程度上为苏格兰皇家银行(Royal Bank of Scotland)在 2002 年 2 月成功收购国民威斯敏斯特银行创造了条件。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

案例分析

分析事件经过可以发现，管理松懈是国民威斯敏斯特银行产生巨额亏损的重要原因，事实上，国民威斯敏斯特银行组织管理欠妥和内部失控问题由来已久。

自非法持有蓝箭股票的事件发生后，国民威斯敏斯特银行开始战略转轨，以“名列全球十大投资银行之一”为目标。尽管NWM业绩不凡，属于英国四大投资银行之列，但与全球主要投资银行相比，仍存在较大差距。英国的评论员坎恩曾多次批评国民威斯敏斯特银行的发展目标华而不实，带有理想主义色彩。

在宏大的发展目标下，国民威斯敏斯特银行在证券业务领域膨胀迅速，但组织管理和内部控制未有相应的显著改善，使得银行的管理处于松散状态。特别是在NWM，总裁欧文以宗教教义为宗旨，立志在NWM创造“家庭式文化氛围”，过于信任下属主管和交易员，要求他们忠诚、自信，大胆地开拓业务，并且反对银行内部的交叉多重内审制度和对低级员工的定期品德审核。

1994年1月至1997年2月，国民威斯敏斯特银行内外部的审计报告均有向银行高层揭示银行存在管理和控制问题。例如，财务部门严重依赖营运部门提供的估值数据，而估值数据来自交易员。财务部门在交易头寸的估值问题上，缺乏详细而统一的业务规则。1996年底之前，财务部门对交易组合的估值都没有进行校对处理，即使上市期权的价格检查仅需简单对比交易所提供的数据，财务部门也没有进行不定时检查，导致1995年3月至1996年2月上市期权账户出现假账，也无法觉察。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国民威斯敏斯特银行管理过于松懈和内部控制不严，为下属员工掩盖错误提供了机会，以至在长达两年的时间里，帕普伊斯和道奇森可以通过操纵期权账户上的数据来掩盖亏损，给银行的发展带来祸患。事后的审计报告就建议国民威斯敏斯特银行应加强内部控制，如修改员工守则，加强高级职员和高级管理人员的管理，详细规定经理、总监和总裁的连带责任及处罚办法，定期对他们进行道德与行为准则的内部纪律审查等。

从国民威斯敏斯特银行亏损的事件中，我们还看到，无论是帕普伊斯、道奇森进行场外利率期权交易，还是操纵账户估高账户中期权头寸价值，都涉及模型参数的判断和运用。由此可见，定价模型的参数选择对于金融衍生产品的估值极为重要。

期权价值受到标的资产价格、波幅、期权行权价格和剩余期限等因素的影响。当其他条件不变时，期权价值的变化意味着波幅发生变化，这个波幅称为引伸波幅。引伸波幅反映了市场对股票价格在期权存续期间实际波幅的预期。期权引伸波幅受到期权执行价格、期权存续期限的影响。

在国民威斯敏斯特银行亏损的案例中，帕普伊斯和道奇森在场外市场交易的期权包括互换期权(swaptions)、利率期权等期权产品。所谓的互换期权是指以互换为标的资产的期权，持有互换期权的投资者有权根据市况选择到期时是否进行互换。上限利率期权也是场外期权市场较受欢迎的一种复杂金融衍生品。上限利率期权，是指期权合约指定某种市场参考利率，同时确定该利率的上限水平。在规定的期限内，期权持有者在市场参考利率高于事先指定的利率上限水平时，获得期权售出者支付的市场利率高出利率上限水平的差额部分；在市场参考利率不超过事先指定的利率上限水平时，则可以放弃行权。利率上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

限期权通常与利率互换结合在一起运用。

根据当时市场分析家的观点，国民威斯敏斯特银行最开始的亏损，是由于帕普伊斯和道奇森对上述这些价外、期限较长的利率期权和互换期权赋予过低的引伸波幅，导致权证定价过低。在市场朝着国民威斯敏斯特银行不利的方向变动时，期权权利金的收入无法弥补履行期权义务遭受的亏损。

案例启示

帕普伊斯和道奇森掩盖损失的手法都是操纵期权账户中上市期权的引伸波幅数据。上市期权是在交易所上市交易的标准化期权，定价简单。但即便像上市期权这样结构简单的金融衍生工具，也使国民威斯敏斯特银行亏损巨大。这说明，在投资衍生产品的过程中，金融机构一定要严格注意风险控制。由于期货、期权等衍生产品具有高杠杆性，一旦看错方向，可能给投资机构造成重大损失。因此，金融机构的工作人员如果涉及金融衍生品业务，都应努力研究产品的结构特性，提高专业知识和投资技巧，做到真正驾驭金融衍生品。

国民威斯敏斯特银行最初的损失来自对权证定价偏低。正是由于定价偏低，期权权利金的收入无法弥补履行期权义务造成的支出，从而形成亏损。定价之所以偏低，实际上是对权证选择了过低的定价波幅。这也说明，定价模型参数的选择，对金融衍生产品的估值极为重要。对进行金融衍生产品交易的金融机构来说，模型参数设定合理与否，直接关系到衍生产品业务的成败。

此外，由于衍生产品的复杂性和专业性，对于公司监管人员

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而言，必须对衍生产品有足够的认识。不仅了解产品的特点，更重要的是了解产品的估值方法，了解模型参数的运用。只有这样，才能对前台交易人员的行为起到有效的监管。在国民威斯敏斯特银行巨亏案中，两名交易员掩盖亏损的行为之所以长期不被发现，就是因为财务部人员没有按正确的方法对期权进行估值，因为无法发现漏洞。

从案例分析中，我们看到引伸波幅是影响期权价格的重要因素。参与期权交易时，我们需要关注标的资产的两个方面：一是资产价格的变化趋势，二是资产价格的波幅。标的资产的价格变化是影响期权价值的主要因素，但是，引伸波幅对期权价值的影响作用也不能忽视。以下我们从引伸波幅的角度出发，分析期权的投资策略。

如果引伸波幅与预期波动率不相等时，市场存在投资机会。所谓预期波动率，是指投资者根据自身经验、历史资料或者其他资料对标的资产未来波动率的预测。如果引伸波幅比预期波动率小，投资者可以买入期权，因为期权的预期价格比期权的市场价格要高。如果引伸波幅比预期波动率大，投资者可以卖出期权，因为期权的预期价格比期权的市场价格要低。对投资者来说，当这些低估或高估的期权回归合理价值时，投资就能获得收益。当然，上述策略成功的前提是其他条件，特别是标的资产价格不发生大的变化。

基于标的资产价格的走势和波幅变化，投资者还可以应用期权的基本或组合交易策略。例如，如果投资者预期标的资产价格上涨，波幅增加，可以买入看涨期权，从价格和波幅的上涨中获益。在期权市场上，期权交易策略可谓种类繁多。投资者可以根据自身的风险收益偏好及对标的资产价格和波幅的变动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

预期，选择合适的交易策略。展望我国即将推出的股指期货市场，也将有各式各样的投资策略可供投资者选择。无论投资者以何种方式参与股指期货，都要了解清楚股指期货市场的交易规则、各种交易策略的内涵，并在风险可控的情况下进行。

参考文献

[1] The Securities and Futures Authority. Board Notice 545. 2000. http://www.fsa.gov.uk/pubs/additional/545.pdf.

[2] Eric WolfeBancWare ERisk. NatWest Markets. 2000. http://www.erisk.com.

[3] 天津财经学院天津财经大学教学案例. 案例：英国国民西敏士银行巨额亏损. 2003. http://www.tjufe.edu.cn.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8 法国兴业银行事件

背　景

法国兴业银行(法语：Société Générale,简称法兴)创建于1864年5月,总部设在巴黎,全称为“法国促进工商业发展总公司”,是法国最大的商业银行集团之一。法兴银行的主要业务包括零售银行业务、公司及投资银行业务和全球投资管理业务,上市企业分别在巴黎、东京、纽约证券市场挂牌。

法国兴业银行最初为私营银行,1946年被国有化,1979年国家控制该行资本的93.5%,后转为全额控制。由于卓越的业务表现,20世纪80年代法兴银行成为法国最大三家国有商业银行中第一家重新私有化的银行。1987年7月29日,法兴银行结束了长达42年的国有银行身份,正式恢复了私有性质。

恢复私有化的法兴银行表现出了强烈的竞争意愿,特别是对高风险高利润的金融衍生产品充满热情。在政府的鼓励下,法兴银行成为银行激进派的代表,让-皮埃尔·米斯蒂耶(Jean-Pierre Mustier)成为法兴银行投行部的负责人,他推出的创新金融衍生品在1987年9月,即法兴银行私有化仅2个月之后,便迅速登陆巴黎证券交易所。而此时此刻,大多数法国银行还没有从数十年的国有控制中清醒过来,被远远甩在激进的外国同行后面。从此之后,法兴银行在金融创新方面一直走在法国银行业的前列,米斯蒂耶决心要让法兴银行成为金融衍生品市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的全球领导者。

于是，年轻的数学家、定量分析员、名牌大学的精英学子成了法兴银行重点招募的对象。法兴银行认为，这些人能够创造出复杂的交易模型，而这些模型正是衍生品交易的基础。

1990～2008 年，法兴银行衍生品部门从 25 人扩展 3 500 人，增长了 100 多倍。法兴银行 2006 年的财务报表显示，在 52 亿欧元的全年净利润中，公司及投行部门贡献了 23 亿欧元，投资银行业务已经取代法兴传统的商业银行业务，成为一个更好的、更稳定的利润来源。法兴银行在衍生品及创新方面树立了强势地位。

2007 年 2 月，美国“次贷危机”浮出水面，2007 年 8 月，席卷美国、欧盟和日本等世界主要金融市场。全球各大金融机构蒙受重大损失，其中银行业更是首当其冲，法兴银行也难以幸免。根据其 11 月发布的季报，2007 年第三季度其资产缩水 4 亿欧元，这一数字远远高出 9 月宣布的 1 亿～2 亿欧元。在这 4 亿欧元中，与次贷危机直接相关的资产损失为 2.3 亿欧元。

2008 年 1 月 24 日，法国兴业银行宣布受全球信贷危机影响，将进一步减记 20.5 亿欧元的资产。祸不单行，法兴银行同时还宣布，由于旗下一名交易员私下越权投资金融衍生品，该行因此蒙受了 49 亿欧元(约合 71.6 亿美元)的巨额亏损。而这名交易员，即是被法国媒体冠以“流氓交易员”的热罗姆·凯维埃尔(Jérôme Kerviel)。

凯维埃尔年仅 31 岁，2000 年进入法兴银行，2006 年被升任交易员，供职于公司和投行部属下的全球股权衍生品方案部(Global Equities Derivatives Solutions)。该部门职责是进行欧洲股票市场的金融工具的套利交易，其业务范围并不包括对股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场或期货市场的方向性投资(如对看涨或看空的投机交易)。

事件经过

2008年1月18日,在一项常规系统检查中,法兴银行发现了凯维埃尔的账户交易情况异常,有高达500亿欧元的各类股指期货的(EUROSTOXX指数、德国DAX指数和英国FTSE指数等)多头单边头寸。这一交易金额已远远超过了法兴银行的市值(截至2008年1月31日,法兴银行市值为387.93亿欧元),使法兴银行暴露于巨大的风险之中。

1月20日早晨,当所有的头寸都被最终确认之后,法兴集团董事长兼行政总裁布东(Daniel Bouton)立即告知法国央行行长,并在当天下午告知了审计委员会。布东决定尽早、尽快关闭这些头寸,并通知了法国金融市场管理局(AMF)负责人。

然而,当时的市场环境极为不利。1月18日星期五下午欧洲股市大幅下跌,在1月20日晚到1月21日欧洲股市开盘前,亚洲股市也有大幅下跌(恒生指数下跌5.4%)。在市场普遍下跌的走势中,法兴银行的多头单边头寸遭受重大损失。从21日起,法兴银行对上述股指期货头寸进行紧急平仓,整整抛售3天。截至1月23日,法兴将所有的违规仓位平仓,最终损失49亿欧元。次日,法兴银行股票停牌并发布公告。

与此同时,对此事件的调查也迅速展开。在一系列相关调查之后,2月20日,法兴银行提交内部调查报告,报告中承认,银行在交易监控上的监管漏洞存在2年之久,致使该交易员使银行蒙受71亿美元的损失。报告还说,本案完全是交易员独立作案,没有发现其有挪用公款行为或者任何内外部的共谋者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2008 年 5 月 23 日，法兴银行发布了对该行交易员凯维埃尔巨额非法交易丑闻所做的更为详尽的内部调查报告。这份报告中，法兴银行不仅公布了对该案的内部调查结果，并对自己的文化和监管机制进行了批评和反思。与前次报告有所不同的是，报告还指出，凯维埃尔除了用伪造邮件等手段来实现巨额的秘密交易，很可能还受到了该组其他成员的协助。不过，最终的结果还需要司法认定。

法兴银行事件的发生，对法兴银行造成了重大打击，且一度威胁到法兴银行是否可以继续生存下去。事件发生后，法兴银行要被收购的传闻四起，为了进行自救，2 月 11 日，法兴银行宣布了增资扩股计划，该计划将以发行新股、股东优先认购的方式进行，总筹资额超过 55 亿欧元。

庆幸的是，法兴银行增资扩股计划进展顺利，所有的大股东都参与了申购，部分大股东认购与所持股权等额的股份，部分大股东所申购的股份还超过了其现有股权。申购资金总计超过 100 亿欧元，是法兴银行筹资额的 1.84 倍，从而使法兴银行避免了被收购的命运。

案例分析

担当法国商界支柱之一的法兴银行，一直以出色的风险监控闻名遐迩，尤其是在股权衍生品方面，法兴银行曾连续 5 年被《风险》杂志评为第一或第二，全球知名的英国《银行家》杂志更授予法兴银行 2007 年度股权衍生品最佳奖。然而颇具讽刺意味的是，就是这样一家长期扮演全世界衍生品交易领导者的角色，被金融界认为风险控制最出色的银行，恰恰是源于对衍生品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易风险控制的疏忽而导致巨额亏损。作为世界上风险控制最出色的银行之一，法兴银行的风险管理系统为什么会因为一个小小的交易员而失控？

首先是来自风险管理系统自身的原因。即便是处于世界领先地位的风险控制系统，也不可避免存在漏洞。对于法兴银行来说，这些漏洞表现为，对已经撤销或者经过修改后的交易、将来某一时间才开始的交易、面额较大的头寸等缺乏进行严格控制的手段。在法兴银行事件中，对这些交易的控制与监管的疏忽，致使凯维埃尔的虚假交易能轻易蒙混过关。

其次是因为凯维埃尔高超的欺诈手法，这也是最直接的原因。根据法兴银行于 2008 年 5 月 23 日提供的调查报告，凯维埃尔的诈骗手法主要为：

其一，建立虚假交易头寸，通过修改这些交易中的参数，使其刚好掩盖真实发生的投机头寸。这样一来，从表面上看其所建立的未授权投机头寸的风险便被对冲掉了。然而，实际上整个组合面临单边头寸所带来的巨大风险。调查发现有 947 起此种类型的交易。

其二，伪造以不同的价格买入和卖出相同数量的资产的双向交易，这两笔交易所产生的亏损(盈利)用于弥补真实交易中所产生的盈利(亏损)。调查中发现有 115 起此种类型的交易。

另外，为了有效掩盖其所建立的虚假头寸，凯维埃尔使用了多种隐藏技巧，包括制造谎言、伪造文件、对非正常交易及时取消或修改、立即向操作人员提供解决办法等。由于凯维埃尔所制造的虚假交易类型多样，使得他减少了与同一个对话者打交道的次数，导致监管难度进一步加大。

即使法兴银行的风险管理系统存在漏洞，也不管凯维埃尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的欺诈手法多么高明，实际上仍不足以使其在法兴银行的风险管理系统中来去自如。造成法兴银行事件发生的另一个重要原因，便是内部监管的疏忽。

从 2006 年 6 月到 2008 年 1 月，针对凯维埃尔的各种交易，法兴银行的大多数风险控制系统自动发出了 75 次报警。其中，2006 年凯维埃尔的交易引起了 5 次警报，而 2007 年发布的可疑交易更多，共达到 67 次，随着交易量的膨胀，警报越来越频繁，平均每月有 5 次以上。而直到 2008 年 1 月的 3 次警报的最后 1 次，欺骗才终于败露。

归根到底，事件的原因不只是没有完善的风险控制系统，更是以人为主体的监管制度的缺失。实际上，凯维埃尔的违规交易行为从其 2005 年调入交易部就已经开始，当时他在投资安联保险公司时，以这种方式为公司赚得 50 万欧元，以后雪球越滚越大。2007 年上半年开始，凯维埃尔预期欧洲股票市场会下跌，大笔做空，其管理的账户在 2007 年底盈利高达 14 亿欧元。其中，在 11 月的某一天，他曾获得 60 万欧元的收益，并拒绝向主管解释原因。按照正常的操作，凯维埃尔无法获得如此多的盈利，但他的主管没有深究。由于美联储连续降息，且历史上每年 1 月全球股市大多上涨，从 2008 年初开始，凯维埃尔认为欧洲股市应止跌回升，遂转而做多。结果美国次贷危机来势凶猛，股市仍然跌势不改。做多的第一天，他就亏了 10 亿欧元。但他继续买进，豪赌市场转势，直至东窗事发。

正如凯维埃尔所说："在正常的日常交易中，一个交易员根本无法用正常的投资规模赚那么多钱。这让我相信，只要我能盈利，我的上司就会对我的交易手段和交易金额睁一只眼闭一只眼。"凯维埃尔的许多交易看似套利，但实质上是单边投机的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易，且交易金额高达500亿欧元。而这些伪造的数据都记录在法兴银行集团的系统中，然而却没有任何相应的实质交易存在。

根据法兴银行提供的调查报告，2004年9月至2007年1月间，凯维埃尔的上级默许凯维埃尔经常性地建立股指期货和某些股票的日间单边头寸，但这些行为与凯维埃尔的自身业务无关。

2007年1月12日至4月1日，凯维埃尔已开始建立巨大的欺诈和隐藏的股指期货头寸，但他仍未受到第一层级的监控。从2007年4月开始，凯维埃尔的新任直接上司对他的日常监控非常薄弱，并且整个业务线管理层并未对某些警报信号作出合适的反应。

这就说明，为什么凯维埃尔通过篡改的数据和一面之辞，居然能够将越权交易从2005年底一直掩盖到2008年初，监管制度形同虚设无疑起到了推波助澜的作用。

从根本上来说，利益驱动机制，以及以明星交易员为主体的管理运营模式的不完善，也是造成这次灾难的部分原因。实际上，国际金融机构无不为交易员提供诱人的奖励和提成比例。对于凯维埃尔来说，一旦成功则可平步青云，名利双收；即便失败，也会因为纯洁的动机而受到法律的宽恕。虽然这些激励机制无可厚非，但奖惩的不对称，无疑成为交易员铤而走险的潜在因素。另外，伴随着金融机构对政府监管部门及交易所的影响越来越大，交易员们依靠手中的客户权益和交易筹码，在期货交易所甚至监管者方面也具备越来越多的话语权，为了保住市场份额，所在机构的高层管理对他们迁就也就不足为奇了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

案例启示

巴林银行倒闭、法兴银行巨亏，都是因为衍生品的大规模亏损所致。那么，是不是衍生品就一定意味着高风险，投资衍生品就形同火中取栗、刀尖舐血呢？如果真的是这样，我们发展金融衍生品岂不是在自己的道路上埋下隐患？

答案当然是否定的。这种误解的存在是因为对衍生品的特质不够了解。事实上，衍生品的存在是为了成就一个市场的完善与进步。有了衍生品市场，整个市场可以成为一汪“活水”。为什么这么说呢？资金是逐利的，如果资金在一个市场上不能发挥它想要发挥的功能，那么它就只能投奔非理性的方向，这无异于是对整个市场风险的纵容。但是，如果有了完善的衍生品市场，一方面，资金可以有各种各样的选择，去寻找最大化自己利润的途径；另一方面，即使仍然有非理性行为，理性的投资者总可以找到合适的套利组合，堂而皇之地将非理性投资者的钱放入自己的口袋。这样一来，这个市场上的理性投资者越来越多，市场也越来越有效。不愿意承担风险的投资者可以付出少许代价，将风险转嫁于愿意承担风险的投机者。参与者各取所需，角色分明，使整个市场更为完善。因此，衍生品不是加大整个市场的风险，而是将市场的风险进行合理的配置。各式各样的金融衍生品市场的风险案例中，投资者之所以会发生巨额亏损，绝大多数是因为扮演了错误的角色。像法兴银行巨亏的案例中，一个套利者的身份转变为投机者的身份，使其承担了本不应该承担的巨大风险。

当前，整个世界的金融发展都面临着严峻的挑战。次贷危机的蔓延、法兴银行事件的发生，一桩桩因为衍生品的不当使用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而造成的恶果呈现眼前。但我们不能因为这样就对衍生品抱有避之唯恐不及的态度，我国金融业正处在一个重要的转折期，衍生品市场的加快发展势在必行，我们绝不能"因噎废食"，停止前进的脚步。成功的衍生品案例固然能给我们带来宝贵的经验，但这些惨痛的失败案例更能为我们提供可贵的教训。"法兴银行事件"的发生，就给我们敲响了警钟，让我们从多方面思考如何有效控制风险，让衍生品充分发挥自身优势，而不是成为不可控的"火种"。

首先，企业要建立风险管理的应急措施。任何风险管理措施都只能控制风险，而不能彻底杜绝风险事件的发生。对企业来说，在风险发生后采取应急措施的能力将在很大程度上决定公司的发展和存亡。巴林银行正是由于在风险发生后没有采取应急措施，对非常态风险事件不予纠正，才招至破产之灾。反观法兴银行，公司管理层在事件发生后立刻采取应急措施，及时斩仓，才把损失降到最低。随后一手积极调查事件始末，防止类似事件再次发生，一手动用各方资源，融资自救。一系列及时措施至少保证了公司不会处于破产的尴尬境地。

其次，要严格执行内部风险控制制度。风险控制机制再完善，也要一丝不苟地执行才能发挥作用，否则就形同虚设。而在执行过程中最终起决定作用的，都是人的因素。无论是巴林银行，还是法兴银行，公司都制定了相当完善的风险控制制度，法兴银行还是世界上风险控制最好的金融机构之一，但这些公司都因为风险控制方面的问题导致了巨额的亏损。其根本的原因就在于公司或者说公司监管人员没有严格执行相关的风险控制制度，导致交易员的违规行为没有及时被发现并得到纠正，最终酿成了巨大的亏损。这不得不引起我们深思：一方面，国内的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融机构在风险控制制度建设方面仍然任重道远；另一方面，即使具备了相应的风险控制制度，如何保证其得到严格执行，更是摆在国内金融机构面前的重大课题。因此，对国内的公司和金融机构而言，应充分借鉴国际机构的风险管理经验，不仅要在风险制度的建立和完善方面花大力气，确保能够应付各种风险事件，同时更重要的是，应对风险监管人员加强培训和管理，确保风险控制制度能够得到有效实施。

参考文献

[1] 刘奥南. 法国兴业银行危机启示. 金融实务，2008.
[2] 王萃. 法兴丑闻笔记. 环球企业家，2008.
[3] 杨乃芬. 74 次警报随风飘散　法兴风险管理系统为何失灵. 第一财经日报，2008.
[4] 钱亦楠. 法国兴业银行公布丑闻调查报告，财经网，2008.
[5] 畅会珏. 从"法兴事件"看我国期货公司风险管理. 期货日报，2008.
[6] Societe Generale. General Inspection Department. Mission Green Summary Report, 2008. http: //www. socgen. com/.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二部分
国内案例



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

9 “327”国债期货事件

背 景

1981 年,为了弥补国家财政赤字和抑制通货膨胀,我国重新开始发行国债。起初,国债发行的对象主要是国有和事业单位,面向个人发行的比例很小。1982 年以后,国债发行开始增加面向个人的比例。不过,当时国债发行十分困难,主要依靠动员和行政摊派的方式发行。具体的办法是通过层层的额度摊派,最终由单位直接从职工的收入中扣除一定数量的金额来购买国库券。

国债之所以难以发行,一个很重要的原因是当时我国还没有建立国库券的流通市场,初期发行的国库券在很长一段时间内无法在市场上流通。直到 1989 年,我国才开始逐步建立国库券的流通市场。到 1990 年,我国已经初步形成了全国性的国库券二级市场。然而,那时候我国居民收入不高,投资性资金很少,投资意识也十分淡薄,因此国库券的交易很不活跃,国库券的转让价格常常大大低于面值,并且各地的报价差距很大,这样的二级市场显然不利于国债的发行。因此,如何发展国库券二级市场从而带动国债发行,就成为管理层需要解决的一个重要问题。

从国际成熟市场的情况来看,建立国债期货市场可以大大促进现货市场的发展,从而带动国债的发行。基于这种情况,要发展我国国债流通市场,推出国债期货交易不失为明智之举。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在此背景下，1992 年 12 月 28 日，上海证券交易所首次设计并试行推出了 12 个品种的国债期货合约。

国债期货面世之初，上海证券交易所的国债期货交易只向证券公司自营推出而没有对公众开放，因此交投十分清淡，市场很不活跃。为了改变这种状况，1993 年 10 月 25 日，上海证券交易所重新设计了国债期货合约的品种和交易机制，并向社会公众开放国债期货交易。与此同时，部分期货交易所也推出了国债期货交易。从此以后，我国的国债期货开始飞速发展。到 1995 年初，全国开设国债期货的交易场所已增至 14 家（包括 2 个证券交易所、2 个证券交易中心及 10 个商品交易所）。1994 年，全国国债期货市场名义总成交金额达到 2.8 万亿元，1995 年国债期货交易进一步活跃。从 1995 年的年初到 5 月 17 日证监会宣布暂停的 4 个多月时间里，上海证券交易所国债期货的名义成交金额达到了 4.97 万亿元，是上海证券交易所当年股票交易金额的 16 倍。

国债期货市场的迅猛发展大大促进了国债二级市场的发展，国债现货市场摆脱了长期乏人问津的局面。国债期货推出后，对现货的价格带动明显，国债现券从 1994 年开始走出了长期在低位徘徊的局面。以 1992 年 5 年期国债为例，该券在 1995 年初的价格比一年多前出现了近 30%的升幅。另外，国债期货的推出促进了全国统一价格的形成。在现券交易的早期，上海证券交易所的国债与其他分割的市场间往往存在较大的价格差。1994 年，上海证券交易所的现券价格开始引起市场注意，并逐步成为现券场外交易指导价格。国债期货初步具备了价格发现功能，为我国国债发行规模、国债利率的确定和期限结构安排等提供了良好的决策依据，并显著降低了国债发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行的成本支出。

由于国债利率固定，不确定因素较少，所以国债期货初期的价格波动幅度并不大。然而，由于当时国内通货膨胀情况较为严重，财政部于 1993 年 7 月 10 日颁布了《关于调整国库券发行条件的公告》，决定将参照中央银行公布的保值贴补率给予三年期以上国债品种保值补贴，这使得国债收益率的不确定性大大增加，国债期货价格的波动幅度也随之迅速扩大。每月公布一次的保值贴补率成为国债期货最为重要的价格变动因素。参与国债期货交易的投资者利用国家统计局的统计数据来推算保值贴补率，将此作为市场操作的重要依据。

由于只有三年期以上的国债品种可以享受保值贴补，因此三年期以下的现券不确定性因素较少，波动空间较为有限，市场关注的焦点主要是三年期以上的国债期货品种，对应的现券也受到套期保值和套利资金的重点关注。1995 年上半年，最受市场资金关注的国债实际上只有 3 个券种，即 1992 年发行 1995 年 7 月 1 日到期的三年期国债、1992 年发行 1997 年 4 月 1 日到期的五年期国债和 1993 年发行 1996 年 3 月 1 日到期的三年期国债，其发行量分别为 246.79 亿元、148.85 亿元和 226.35 亿元，对应的最活跃交割月的国债期货合约如表 9.1 所示。

表 9.1 1995 年交易最活跃的国债期货品种

合约代码	上市地点	合约到期月份	标的券种	现券到期日
310327	上海证交所	1995 年 6 月	92 年三年期	1995 年 7 月 1 日
310329	上海证交所	1995 年 12 月	92 年五年期	1997 年 4 月 1 日
6214	深圳证交所	1995 年 12 月	92 年五年期	1997 年 4 月 1 日
6316	深圳证交所	1996 年 2 月	93 年三年期	1996 年 3 月 1 日

资料来源：平安证券。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事件经过

所谓“327”国债期货，指的是在上海证券交易所上市交易的“310327”国债期货合约，其标的券种是 1992 年发行的三年期国库券(现券代号为“923”)，该券发行总量为 246.79 亿元，1995 年 6 月到期兑付，利率是 9.5%的票面利息加保值贴补率，但财政部是否对之实行保值贴补及保值贴补率的具体数值并不确定，这是当时影响“327”国债期货价格最为重要的因素。

1995 年春节后，国债期货的交易气氛变得异常紧张，“327”国债期货合约的价格一直在 147.80 元和 148.30 元之间徘徊，未平仓合约数量持续上升，多空双方剑拔弩张，每天均有大量的买卖盘对垒，双方呈现胶着状态。由于财政部的保值贴补是一个可预期的事件，市场分歧并不大。然而，当时市场传闻财政部将对 923 券实行贴息，这一传闻成为当时市场分歧的焦点。空方主力以万国证券和辽国发(辽宁国发集团股份有限公司)为代表，而多方主力则以中经开(中国经济开发信托投资公司)为主。

万国证券做空的理由主要有以下三个：首先，自 1995 年 1 月起，我国通货膨胀已见顶回落，同时，国家将抑制通货膨胀作为当年经济工作的重点，通货膨胀回落必然会导致保值贴补率的回落；其次，如果财政部对三年期以上国债贴息，将增加财政支出几十亿元，在当时财政状况比较紧张的情况下，不可能凭空增加这笔开支，因此不可能贴息；最后，1995 年新国债发行额度将在 1 500 亿元左右，比 1994 年增加 50%，因此，可以交割的基础债券将大量增加。

中经开做多的依据则主要有以下几个：第一，鉴于当时出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现的物价翘尾现象，通货膨胀依然严重，要控制住是很困难的，因此保值贴补率不会低；第二，当时“327”国债的利率明显低于同期的银行存款利率，如果不对“327”贴息，国债作为“金边”债券的形象将严重受损，“327”国债的持有人利益将受到损害；第三，如果不对“327”国债贴息，将大大影响国债收益率，从而影响新债的发行。由于当时国债发行仍然较为困难，为了顺利发行新的国债，财政部对“327”国债实施贴息的可能性很大；第四，周边市场“327”国债期货品种的市场价格普遍高于上海证券交易所，上海证券交易所的“327”品种相对低估。

1995 年 2 月 23 日，财政部发布公告，1992 年向社会发行的三年期国库券在 1995 年 7 月 1 日到期还本付息时，利息分两段计算：1992 年 7 月 1 日～1993 年 6 月 30 日，按年利率 9.5%计付，不实行保值贴补；1993 年 7 月 1 日～1995 年 6 月 30 日，按年利率 12.24%加人民银行公布的当年 7 月保值贴补率计息。这样 923 券的票面利率与贴息后的实际利率相差了 2.74 点，并有两年贴息的时间，这样，百元面值的 923 券就增加了 5.48 元的价值。这事实上宣告了 327 合约的空方败局已定。

1995 年 2 月 23 日，327 合约一开盘，万国证券在 148.50 价位的压盘很快被攻破，多方在财政部公告利好的鼓舞下，十几分钟内就使 327 合约的价格上涨了 3 元多，下午更达到了 151.98 元的高位。与此同时，空方阵营土崩瓦解，万国证券同盟军辽国发临阵倒戈，翻空为多。这时，多方已胜券在握，而空方主力万国证券则陷入困境，按照其当时的持仓量和价位，一旦期货合约到期，履行交割义务，亏损将高达 60 多亿元。毫无疑问，这将使得万国证券面临破产命运。无奈之下，16 时 22 分，万国连续用几十万手的抛盘把 327 合约的价位从 151.30 元打到 148

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元，最后以 700 多万手的巨大卖单把价位打压到 147.50 元收盘，最后 8 分钟内 327 合约暴跌 3.86 元，这意味着当日开仓的大部分多头爆仓。在最后 8 分钟内，万国共砸出 1 056 万手卖单，对应现券面值达 2 112 亿元，是 923 现券 247 亿元发行总量的 8.6 倍。

327 国债期货合约交易中的异常情况震惊了市场。事发当日晚上，上海证券交易所召集有关各方紧急磋商后宣布：确认空方主力恶意违规，23 日 16 时 22 分 13 秒之后的所有 327 品种的交易无效，该部分成交不计入当日结算价、成交量和持仓量的范围。经过这样的调整，当日国债期货成交额为 5 400 亿元，当日 327 品种的收盘价为违规前最后一笔交易价格 151.30 元。

针对“327”国债期货事件，上海证券交易所迅速作出反应，采取了应急措施。2 月 24 日，上海证券交易所发出《关于加强国债期货交易监管工作的紧急通知》，就国债期货交易的监管问题作出六项规定：(1) 从 2 月 24 日起，对国债期货交易实行涨跌停板制度；(2) 严格加强最高持仓合约限额的管理工作；(3) 切实建立客户持仓限额的规定；(4) 严禁会员公司之间相互借用仓位；(5) 对持仓限额使用结构实行控制；(6) 严格国债期货资金使用管理。同时，为了维护市场稳定，开办了协议平仓专场。“327 事件”之后，其他交易场所和上海证券交易所一样也采取了提高保证金比例、加强持仓合约限额管理和设置涨跌停板等措施来抑制国债期货的投机气氛。

1995 年 5 月 17 日，证监会鉴于我国当时不具备开展国债期货交易的基本条件，发出《关于暂停全国范围内国债期货交易试点的紧急通知》，至此，开市仅两年零六个月的国债期货宣告暂停。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

案例分析

"327"国债期货事件被著名经济学家戴园晨教授称为"中国的巴林银行事件",该事件的发生直接导致了我国的国债期货交易被暂停。国债期货是我国在金融衍生产品方面的第一次尝试,由于"327 事件",这次试点最终没有取得成功。然而,通过总结这次试点的经验教训,对以后发展我国金融衍生产品市场是很有帮助的。"327 事件"的爆发及国债期货试点的失败有着深刻的原因,主要体现在以下几个方面。

1. 国债现货规模不足以支撑当时的国债期货市场

从世界金融衍生产品发展的历史来看,发达的现货市场是金融衍生产品市场成功的基本保障。金融期货的产生,源于对现货进行风险管理的需要,是为现货市场提供价格发现和风险管理的工具。发达的现货市场,能够保证金融期货市场稳定运行,能够有效防止通过操纵现货市场从而在期货市场获利及期货市场"逼空"事件的发生。我国国债期货品种推出之时,国债现货市场无论在广度、深度上,还是在规范化程度上,都不能为国债期货提供充分的基础性条件。从国债现券市场规模来看,当时可流通的国债只有 930 亿元左右,在二级市场上实际流通的国债还达不到这个数目,而这些有限的现券却对应了全国 14 个国债期货交易场所。现货市场的规模远远不足以支持当时的国债期货市场,这是我国国债期货失败的一个重要原因。

2. 利率的浮动未市场化

国债期货本质上是一种利率期货,利率的变化是决定国债现货和国债期货价格最重要的因素。但是,在"327 事件"发生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的时候，我国实行的是固定利率，利率市场化还未开始，利率的浮动比较僵化。因此，从利率市场化的角度来讲，国债期货先天不足。不仅如此，当时由于国内通货膨胀严重，财政部对三年期以上国债实行保值贴补，每月公布一次的保值贴补率成为国债价格变化最重要的因素，这使得我国当时的国债期货成为一种变相的通货膨胀期货。

因此，我国当时的国债期货价格变动主要不是市场化的利率变动引起的，而是政策变动引起的。由于投资者规避利率变动风险的需求不强，参与国债期货交易的目的不是为了规避利率风险，而是出于对政策的不同预期进行博弈。国债期货市场成为"政策市"、"消息市"，这也是导致"327 事件"发生的重要因素。

3. 缺乏统一的法规和监管体系

20 世纪 90 年代初期，我国市场经济体制建设刚刚起步，市场化程度不高，尤其在金融市场，法制建设和监管方面缺乏经验。

从法制条件看，我国当时的法律、法规还没有涉及对期货交易的规定，市场参与者的行为没有法律的规范，难以做到有法可依。当期货交易出现纠纷时，也没有解决的法律依据，市场主体参与国债期货交易的法律意识也不强。

从监管方面来看，我国国债期货推出之时尚未形成集中统一的监管体制，影响了监管的效率。1993 年底国务院决定，对期货市场试点工作的指导、规划和协调、监管工作由国务院证券委员会负责，具体工作则由证监会执行。与此同时，期货市场还受到地方政府和其他部委的多头监管。当时的证券和期货交易所也由地方政府管理，由中国证监会实施监督。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于缺乏统一的法规和监管体系，各交易所在国债期货的交易规则和合约设计上缺乏统一性和科学性，不利于全国统一市场的形成。同时，投资者的法制观念淡薄，个别机构在违规操纵市场时肆无忌惮，丝毫不考虑严重的法律后果，这也是导致“327 事件”发生的重要原因。

4. 交易机制和风险管理制度不健全

在 20 世纪 90 年代我国进行国债期货试点的时候，各交易所缺乏发展金融期货的经验，交易机制尚不健全，风险管理制度也不够完善。主要体现在以下三个方面。

第一，保证金比例较低。期货交易都实行保证金制度。设置交易保证金，是事先将市场参与者的履约能力特定化，将衍生品市场特有的“以小博大”风险限制在合理、可控的范围内。“327”国债期货事件发生之时，上海证交所 2 万元面值的国债期货合约仅收保证金 500 元，比例为 2.5%，其他期货交易所国债期货的保证金比例更低，普遍为合约市值的 1%。虽然国债期货作为一种利率期货，波动幅度较小，保证金比例相对较低无可厚非，但没有考虑到我国当时国债期货的特殊情况。保值贴补的存在使得国债期货的波动幅度大大增加，这种情况下，应该适当增加国债期货的保证金比例，以减少过度投机行为导致的清算违约风险。

第二，未实行涨跌停板制度。涨跌停板制度是国际期货市场通行的一种风险控制手段，世界上多数交易所都对期货合约单日价格上下波动幅度进行了限制。涨跌停板制度可以减缓、抑制投机行为，对投资者也能起到风险提示作用。在市场情绪化较为严重时，涨跌停板制度可以给投资者冷静思考的时间，减少投资者因受情绪影响而导致的盲目投资行为，有利于期货市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场价格的稳定。但在“327”国债期货事件发生前，交易所并没有采取这种控制价格波动的基本手段，出现上下差价达 4 元的振幅。“327 事件”发生后，上海证券交易所随即对国债期货交易实行了涨跌停板制度，这也说明了涨跌停板制度在期货交易中的重要性。

第三，未严格实施限仓制度。限仓是指对期货交易者可持有的合约头寸的最大数额进行限制。限仓制度可以防范衍生品交易的操纵行为，也可以防止少数投资者承担其无法承担的巨额损失，引发系统性的市场风险。从“327”合约在 1995 年 2 月 23 日尾市出现大笔抛单的情况看，空方主力在最后 7 分钟共砸出 1 056 万手卖单，面值达 2 112 亿元，而所有的“327”国债现货只有 240 亿元左右。这表明，当时交易所对每笔下单缺少实时监控，导致上千万手空单在几分钟之内通过计算机撮合系统成交。

启示与展望

虽然“327”国债期货事件已经过去 10 多年，但时至今日，认真回顾这段历史，仍有很多值得借鉴的经验教训。尤其是当前我国股指期货即将推出，对有志于参与股指期货的投资者来说，回顾我国金融期货实践的历史，了解金融期货的特性和风险，对于正确参与股指期货交易有着重要的意义。

1. 充分认识期货投资风险是投资成功的首要前提

“327 事件”的主角之一万国证券当年号称“证券王国”，其实力在证券界首屈一指，其总裁管金生素有“证券教父”之称。但就是这样一个实力强大的机构，在“327 事件”中损失极其惨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重，最终面临破产倒闭的命运，期货投资的巨大风险由此可见一斑。由于期货交易实行保证金制度，具有高杠杆性，在放大潜在收益的同时也放大潜在的亏损。在参与期货投资之前，投资者应该充分认识期货投资的风险，加强自身的风险管理意识，提高风险管理能力。

2. 看错方向应及时止损

期货投资跟股票投资有很大不同，最主要的一点就是期货实行保证金交易和当日无负债结算制度。在市场波动较为剧烈的时候，投资者一天之内就可能损失全部投入本金。因此，当看错方向时及时止损在期货交易中极为重要。在"327 事件"中，如果万国证券在得知财政部对 923 券贴息的消息后及时止损出局，或许就是另一个结果。这充分说明了期货交易中止损的重要。对任何一个市场参与者而言，犯错都是不可避免的，关键要知错能改，看错方向及时止损，以此保证大部分本金的安全。

股指期货推出之后，很多股票投资者可能参与股指期货投资，但这部分投资者可能并没有期货投资的经验。因此，股指期货投资者需要充分重视止损的重要性，转变投资股票带来的"捂"的观念。在每次交易前，投资者就应该先设置好止损位，一旦价格波动向不利于自己的方向发展并触及甚至击穿止损位，就要果断平仓出局，以限制亏损，保证剩余资金的安全。

3. 市场方向不明朗时应谨慎参与

在"327 事件"中，与万国证券一起倒下的，还有众多的空头散户投资者。由于方向判断错误，这部分投资者损失惨重，大部分以爆仓出局。"327 事件"爆发之前，"327"国债期货市场分歧巨大，多空双方呈现胶着状态，期货价格窄幅波动，未平仓合约

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数量持续上升，多空双方完全是对财政部是否对 923 券贴息的一个博弈。显然，此时市场方向并不明朗，行情走向任何一方的概率几乎是对等的。对散户投资者而言，这个时候入场无疑风险极大，一旦看错方向就可能面临爆仓的结局。因此，当市场趋势不明朗时，投资者尽量不要参与交易，待市场趋势明朗的时候再进场，可以最大限度降低风险，增加获利的可能性。

目前，股指期货即将在我国推出，对绝大部分投资者来说，股指期货是一个新鲜的投资品种，投资者对股指期货尚不熟悉，缺乏期货交易必备的资金管理技巧。因此，在市场方向不明朗时，投资者应谨慎参与股指期货的操作。

“327”国债期货事件是在当时特定的历史条件下发生的。事件之后，我国期货市场进入了长达 7 年的清理整顿时期，也开始了期货市场自我完善的过程。经过 10 多年的发展，我国各方面的条件已经发生了翻天覆地的变化。近年来，我国宏观经济平稳增长，利率市场化改革卓有成效，法制建设稳步进行，集中统一的监管体制已经建立；交易所充分借鉴国际先进经验，风险管理水平有了大幅提高；理性投资的观念已经开始普及，导致“327”国债期货风险事件发生的主要因素已经不复存在了。

当前，我国国债市场也取得了极大的发展，无论是在市场规模方面还是利率市场化程度方面，都远非当年可比。从发行量来看，近年来我国国债发行量呈现逐年上升的趋势，如图 9.1 所示。2007 年的年初至 10 月底，我国国债发行量已达 13 400 亿元。二级市场方面，近年来我国国债交易量逐年增加，如图 9.2 所示。2007 年的年初至 10 月底，我国国债现券交易量达 11 890 亿元，回购交易量达 372 400 万亿元。从国债存量来看，截至

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2007 年 9 月末，在中央国债登记结算公司托管的国债数量为 94 只，存量达 37 500 亿元，占同期 GDP 总量的 22.59%，已经达到一些欧美发达国家推出国债期货时的比例。

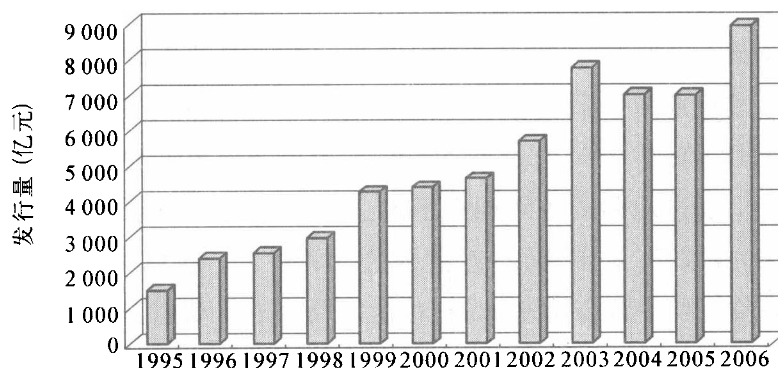


图 9.1 近年来我国国债发行情况

资料来源：中国债券信息网。

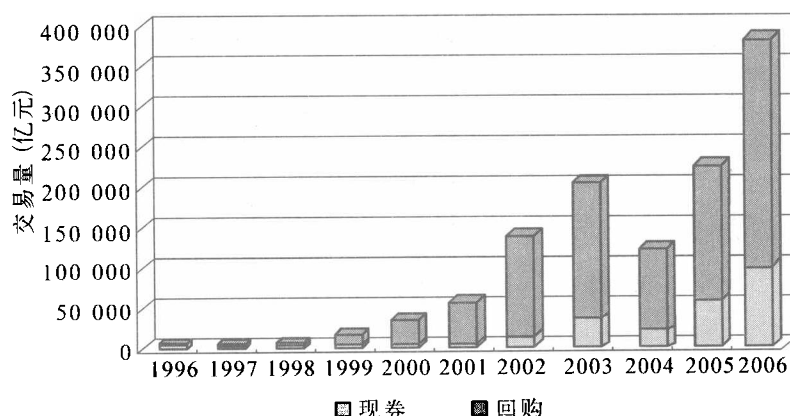


图 9.2 近年来我国国债交易量情况

资料来源：中国人民银行网站。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在我国金融市场,国债的利率市场化程度最高,波动也最为剧烈,图 9.3 显示了自 2002 年以来我国国债总指数的走势情况。从国债总指数的走势可以看出,国债同样面临较大的利率风险。同时,目前我国对冲利率风险的工具十分缺乏,以国债为主要持有对象的银行、保险公司等金融机构,甚至一些企业,面对利率波动时几乎都是风险敞口的。据上海期货交易所统计,由于银行准备金率波动,导致国债现货市场价格大幅下跌,2003 年 8 月 1 日至 2004 年 4 月 29 日,债券市场市值损失为 2 451.6 亿元。通过回购或逆回购等手段进行风险管理,与期货交易比起来,成本高,效率低,不适宜构造投资组合。金融市场迫切需要建立以国债期货为基础的,对利率风险进行动态、主动管理的风险管理模式。

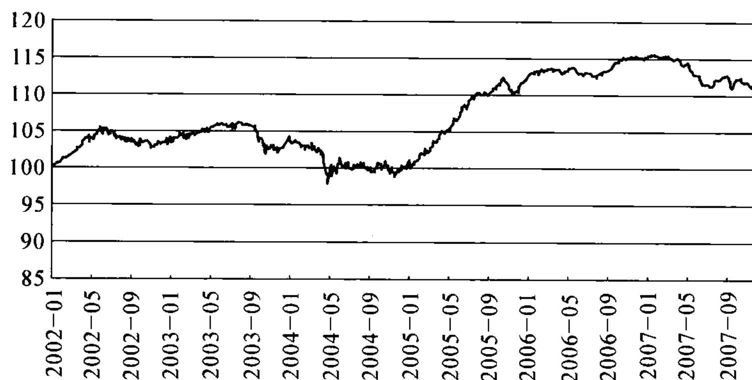


图 9.3 我国国债总指数走势情况(2002～2007)

资料来源：Wind 资讯。

从上述情况可以看出,目前我国重新推出国债期货的时机已经基本成熟。推出国债期货交易,将有助于扩大我国债券市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场规模，丰富品种创新，促进债券市场获取其在金融体系中应有的地位。

当前，我国金融市场进入一个金融创新的时代：股指期货即将推出，备兑权证也有望在股改权证实践的基础上推出，融资融券等新型交易制度也在近期实施。随着国债市场的成熟和完善，相信我国的国债期货将重新启动，为建立我国多层次的资本市场助力。

参考文献

[1] 王士明.雄关漫道真如铁 何时迈步从头越——我国股指期货与当年国债期货推出背景的比较分析.中信建投证券研究所，2007.

[2] 黄运成，李海英，诸晓敏.借鉴美国经验，加强对我国期货市场操纵的监管.金融理论与实践，2006，4(77－79).

[3] 金融界网站.上海证券交易所 327 国债期货事件.2006.
http://news1.jrj.com.cn/news/2006-11-08/000001767808.html.

[4] 计国忠.我国国债期货的演变与前途.华东师范大学商学院，2004.

[5] 王炜.独家特约:“3.27”国债期货事件九周年之祭.新浪网，2004.
http://finance.sina.com.cn/ychd/20040223/0928643153.shtml.

[6] 胡俞越，白杨.推出国债期货，加快利率市场化进程.上海证券报，2006.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10　苏州红小豆事件

背　景

红小豆是一种具有高蛋白、低脂肪、多营养的小杂粮，在世界上种植面积比较少。我国是世界上红小豆种植面积最大、产量也最大的国家，年产量一般为 30 万～40 万吨，其中很大一部分出口到日本、韩国和东南亚各国。日本是世界上最大的红小豆消费国，年消费量在 10 万～12 万吨，而其年产量只有 6 万～9 万吨，其余依赖进口，所进口的红小豆绝大部分来自中国。日本的进口量对国际红小豆市场的价格走势有着举足轻重的影响。

我国优质红小豆主要有朱砂红（又叫天津红，主要分布在天津、河北、山西、陕西）、唐山红（河北唐山玉田及其附近地区）、宝清红（黑龙江宝清及周边地区）、大红袍（江苏启东）等 10 种，其中朱砂红小豆以其特有的优良品质在日本享有较好的声誉，被东京谷物交易所列为红小豆期货合约标的物唯一替代的交割物。朱砂红小豆年产量为 6 万吨左右，主要出口到日本、韩国和东南亚各国。

红小豆的产量受自然条件、气候变化和国内外市场需求量的影响较大，其价格波动也较为频繁。20 世纪 50 年代初，日本就在世界上首先推出红小豆期货合约交易。经过半个世纪的改造、补充和完善，目前东京谷物交易所的红小豆期货已成为世界上最有影响力的红小豆期货品种。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自20世纪90年代以来，我国也在不断探索如何利用红小豆期货交易为生产和流通服务，先后有北京、上海、大连、长春、海南等8家期货交易所推出了红小豆期货交易，其中以天津联合交易所和苏州商品交易所的红小豆期货交易最为活跃。

事件经过

1994年9月，天津联合交易所在国内率先推出了红小豆期货交易。这一方面是由于有东京谷物交易所红小豆期货交易的成功范例，另一方面也基于天津及其附近地区产的朱砂红小豆在出口中居于龙头地位的事实(1993年经天津港输往日本的红小豆达5万多吨)。天津联交所红小豆期货合约的交易标的物为可在东京谷物交易所替代交割的天津红小豆(即朱砂红)，宝清红和唐山红优质红小豆可贴水交割。1994年11月，天津联交所又规定普通红小豆亦可贴水交割。

受现货市场影响，天津红小豆期货上市不久，其价格就逐级下滑，从5 600元/吨下滑至503合约的3 680元/吨。507合约上市后，由于现货市场持续低迷，期价亦是一路下跌。当其价格跌至3 800元/吨左右时，多头主力一方面在现货市场上大量收购现货，另一方面在期货市场低位吸足筹码，逐步拉抬期价。随着市场游资的加入，从1995年5月中旬开始，507合约成交量、持仓量开始逐步放大。6月初多头主力开始发力，连拉两个涨停板，期价涨至5 151元/吨。

为了抑制过度投机，交易所在6月6、7、8日连续发文要求提高交易保证金比例。6月9日，红小豆期货市场多头主力拉高期价至5 000元/吨和4 980元/吨，至9点30分，场内终端全部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

停机。第二天,交易所宣布 9 日交易无效,507 合约停市两天。随后,交易所采取措施要求会员强制平仓。这就是“天津红 507 事件”。

1995 年 6 月 1 日,苏州商品交易所正式推出红小豆期货合约交易。与天津联交所不同的是,苏州商交所红小豆期货合约的交易标的物为二等红小豆。由于当时红小豆现货市场低迷,苏州红 1995 系列合约一上市就面临巨大的实盘压力,仓库库存持续增加,致使期货价格连创新低,9511 合约曾创下 1 640 元/吨的低价。期价偏低和 1995 年红小豆减产等利多消息促使很多资金入市抄底。随着 1996 年诸合约陆续上市,多头主力利用交易所交割条款的缺陷和持仓头寸的限制,加上利多消息的支持,蓄意在 1996 年系列合约上逼空。9602 合约期价于 10 月中旬以 3 380 元/吨启动后至 11 月 9 日价格涨至 4 155 元/吨的高位,随后回落整理,12 月再度进入暴涨阶段。12 月 15 日,苏州商品交易所通知严禁陈豆、新豆掺杂交割。12 月 19 日,苏州商交所公布库存只有 5 450 吨。多头借机疯狂炒作,在近一个月的时间里价格从 3 690 元/吨涨至 5 325 元/吨。空头主力损失惨重,同时也导致很多套期保值者爆仓。

1996 年 1 月 8 日,中国证监会认为苏州红小豆合约和交易规则不完善,要求各持仓会员减仓,并且不得开出 9608 以后的远期合约。1 月 9 日、10 日,苏州红小豆开盘不久即告跌停,这使得高位建仓的多头面临爆仓和巨大亏损的风险。而后,苏州商交所推出一系列强制平仓的措施,期价大幅回调。3 月 8 日,证监会发布通知,停止苏州商交所红小豆期货合约交易。

苏州红小豆事件发生后,原来囤积在苏州商交所交割仓库的红小豆源源不断地涌入天津市场。天津联交所为防范风险,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

规定最大交割量为 6 万吨。多头于是集中资金优势，统一调配，通过分仓，以对敲、移仓、超量持仓等手段操纵市场，使得 1996 年各合约呈连续的多逼空态势，最终酿成了“9609 事件”，再次对交易所的风险监管敲响了警钟。当年年底，受日本红小豆进口配额有可能增加的朦胧利好的刺激，期价进一步冲高，到 1997 年初，9705 合约价格高达 6 800 元/吨。此后，期价逐渐回落，1997 年春节前到 10 月底，期价呈辗转下跌寻求支撑的态势，一直未能扭转颓势。

案例分析

红小豆期货交易中，曾经多次发生“多逼空”事件，这主要与其小品种的特性有关，但也存在合约设计不合理等原因。

1. 苏州红小豆交割条款不合理

苏州红小豆合约不成熟的一个重要原因，在于其交割条款不合理。苏州红小豆合约的标的物为二等红小豆，但苏州商品交易所规定，陈豆不能交割，也禁止陈豆、新豆掺杂交割。由于新豆容易受自然条件影响，产量较少，使得可交割的红小豆很容易发生短缺，这给多逼空创造了良好的条件。在这种多空双方先天性不平衡的条件下，期货市场本来的价格发现功能受到很大的抑制，期货价格也容易失去其本来的面目。

2. 持仓限额过大也是合约不成熟的原因

在期货交易中，为了防止市场风险过度集中于少数交易者和防范操纵市场行为，交易所通常会采取限仓制度，对会员和客户的持仓数量进行限制。最大持仓量的规定，应该根据现货市场的情况合理选择。如果持仓限额太小，会影响期货合约的正

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常交易;如果持仓限额太大,又起不到应有的风险控制作用。苏州红小豆期货合约的持仓限额巨大,使其形同虚设,没有真正起到控制风险的作用,同时也为多逼空创造了条件。

此外,由于当时我国期货市场投机气氛较为浓厚,参与期货的投资者大多抱着投机的心态参与。这也导致了小品种的苏州红小豆期货屡次受到投机资金的炒作,最终退出市场。实际上,一个健康的期货市场,有赖于包括投资者、交易所、监管机构各方的共同努力。

启示与展望

苏州红小豆期货自 1995 年 6 月 1 日推出至 1996 年 3 月 8 日停止交易,前后不足 1 年时间。在这短短的几个月时间里,多头导演了疯狂的逼空行情,红小豆期货价格从 3 380 元/吨涨至 5 325 元/吨,大部分空头散户在这个过程中损失惨重,同时很多套期保值者也因为保证金不足被强制平仓。从这一事件中,投资者可以得到以下启示。

1. 风险管理是期货交易成功的首要前提

对于期货市场的投资者而言,风险管理的重要性怎么强调都不过分。由于实行保证金交易和当日无负债结算制度,投资期货的风险比现货大得多,因而风险管理也重要得多。然而,就是这样一个人尽皆知的道理,却最容易被投资者忽视。可以说,期货市场中几乎所有的巨大亏损事件,都是由于投资者缺乏风险管理意识,忽视风险管理造成的。

良好的风险管理是期货交易成功的首要前提。商品期货市场如此,金融期货市场亦是如此。当前,我国的股指期货即将推

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出，很多投资者跃跃欲试，希望在股指期货市场一展身手，但投资者在看到股指期货带来机会的同时，应该充分重视期货交易背后的风险。股指期货的投资者很大一部分将来自目前的股票投资者，这部分投资者缺乏期货投资经验，往往把股票投资的策略应用到股指期货上，对风险管理没有足够的重视，很容易造成巨大亏损，这一点投资者应特别注意。

2. 严格止损是风险管理的重要手段

除套期保值者外，投资者参与期货交易的目的都是为了盈利。然而，金融市场最大的特点在于不确定性，任何一个交易者都不可避免犯错，也就不可避免发生亏损。当投资者发现犯错时，唯一的办法就是止损，把损失控制在可以承受的范围内。对期货交易者而言，生存远比赚钱重要。市场的不确定性造就了止损的必要性和重要性。成功的投资者可能有各自不同的交易方式，但止损却是保障他们获取成功的共同特征。世界投资大师索罗斯说："投资本身没有风险，失控的投资才有风险。"如何让投资不至于失控呢？及时对头寸止损就是最重要的手段，这也说明了止损的重要性。对期货交易者而言，止损远比盈利重要，因为任何时候保本都是第一位的，盈利是第二位的。

同样，对于股指期货投资者而言，只有在保证资金安全的基础上，才能考虑较高的收益率。在金融市场中，收益和风险总是对等的。大行情对于投资者来说是一次获取较高收益的机会，但同时也隐含着让投资者爆仓的可能性。因此，止损就成为股指期货投资者不得不学的操作策略。很多股票投资者没有止损的概念，认为只要所持股票的公司持续经营，则即使无法获得价差收益，也可以获得长期投资收益。但股指期货完全不同，由于实行保证金制度，资金使用具有较大的杠杆效应，虽然能够放大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资金可能的收益，但如果不及时止损，就有可能产生爆仓的结局。

3. 期货投资必须具备良好的资金管理技巧

在期货投资中造成巨大亏损，除了投资者没有及时止损的原因之外，还有一个重要的原因是投资者缺乏期货投资所必备的资金管理技巧。期货投资采用保证金交易，而保证金的多少跟市场行情息息相关。如果投资者保证金不足，将被强行平仓出局，这样，即使投资者看对了未来的方向也可能血本无归。因此，期货投资必须具备良好的资金管理技巧，切忌满仓操作。当然，存放大量的保证金意味着丧失许多机会成本，因此，有效的资金管理目标是，在防范被动平仓的前提上尽量减少可用保证金。

参考文献

[1] 北方网. 中国期货市场风险回顾之五(苏州"红小豆 602 事件"). 2001.
[2] 日禾，陈礼，其木格. 中国期货市场风险事件 10 年回顾. 全景网，2006.
[3] 黄子超. 苏州红小豆 602 事件之反思. 期货龙听网，2008. http: //www.qhltw.com/.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

11 天然橡胶 R708 事件

背 景

天然橡胶是一种世界性的大宗工业原料。从世界范围内来看，天然橡胶的产地主要集中在中国、泰国、印度尼西亚、马来西亚、印度、斯里兰卡等少数亚洲国家和尼日利亚等少数非洲国家。我国的天然橡胶产地则主要分布在海南、云南、广东、广西和福建等地。其中，海南、云南的天然橡胶总产量分别约占全国总产量的 60%和 35%。我国是世界上除美国之外的第二大橡胶消费大国，位于日本之前。我国自产的天然橡胶和合成橡胶远远不能满足消费的需要，约 50%左右的需求量需要从国外进口。

作为一种重要的工业生产原料，天然橡胶具备作为期货交易品种的一般条件。第一，天然橡胶是一种世界性大宗商品，用途非常广泛，需求相对比较稳定。第二，天然橡胶采集于多年生长的橡胶树，短时期内难以调整供应，生产变化周期较长，且产量随季节、气候的变化而有所变动，因而其供求关系经常处于较大的不平衡状态，价格波动剧烈。第三，天然橡胶作为一种天然高分子化合物，其品质较稳定，规格等级划分明确，容易标准化。第四，天然橡胶为固体颗粒或片状，易于储藏和运输，能够满足期货实物交割的基本要求。目前，天然橡胶已经成为国际上一种典型的热带商品期货品种，从事天然橡胶期货交易的主要有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

东京工业品交易所和新加坡 RAS 商品交易所。

海南中商期货交易所地处我国天然橡胶主产区，天然橡胶作为其上市品种之一，具有十分明显的优势。从这个角度来说，天然橡胶期货应该对现货市场及海南地方经济发挥较大的积极作用。然而，R708 事件的发生，却对国内天然橡胶期货、现货市场都造成了巨大冲击，使得参与各方损失惨重。

事实上，早在 1996 年的 R608 合约上，已经演绎过一场“多逼空”行情，主要表现为投机多头利用东南亚产胶国及国内天然橡胶主产区出现的自然灾害进行逼仓。不过，与 R608 事件不同的是，R708 事件是在市场供给过剩的背景下发生的。

事件经过

1997 年初，由于天然橡胶供给过剩，现货市场价格一路下跌。然而，在海南中商所的天然橡胶 R703 合约上，多头主力却不顾现货价格下跌，逆市拉抬期货价格，这使得海南中商所定点库存的天然橡胶仓单开始增加。到 R708 合约逼空行情出现之前，注册仓单已达 4 万多吨。此时，东京市场天然橡胶价格于 110 日元/千克一线企稳后大幅反弹，这成为 R708 事件的导火索。国内一大批投机商本欲借机在 R706 合约上做文章，但由于受到以当地现货商为首的空头主力凭借实盘入市打压，再加上时间不充裕，不得不放弃该合约，并主动平多翻空。于是，胶价全线下挫，连续 4 天跌停，创下新低 9 715 元/吨。

然而，多头主力并不甘心失败，反而调集雄厚的后备资金卷土重来。他们在 R708 合约上悄然建多。1997 年 5 月中下旬，多头主力将胶价由 10 000 元/吨的水平拉至 11 300 元/吨以上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

空头也不示弱，从国内现货市场上调入了大批天然橡胶现货进入中商所仓库，并声称手中已掌握了 10 万多吨现货仓单，准备进行实盘交割。多空大战在 6 月底至 7 月初再次升级，双方在 11 200～11 400 元/吨之间形成对抗。7 月 4 日，多头突然发难。在 R708 合约跌到 10 790 元/吨之后，多方强行拉抬，当日封至涨停，随后将期价连续上推，并挟持近 23 万手的巨仓。7 月底，R708 合约价格一度摸高到 12 600 元/吨。

如此高的期货价格与现货市场价格发生了严重背离，使得海南中商所及其部分会员风险剧增。为避免产生严重后果，交易所理事会在多空大户之间斡旋，希望通过谈判协调多空双方的矛盾，但谈判毫无进展。

7 月 30 日，中商所发布公告，公告称："对 R708 买方提高持仓保证金，并自 30 日起，除已获本所批准其套期保值实物交割头寸尚未建仓者外，一律禁止在 R708 合约上开新仓"。同日，中商所再次发文，暂停金龙和金环仓库的天然橡胶入库。从 8 月 4 日起，R708 合约以每天一个跌停板（前 3 日每日 400 点，后 7 日每日 20 点）的速度于 8 月 18 日以 11 160 元/吨和持仓 59 728 手摘牌。至此，R708 合约上的多空大战基本宣告结束。

R708 事件的处理持续了几个月。在这段时间内，法院审理了标的物价值达数亿甚至数十亿元的经济纠纷，证监会处罚了一批有史以来最大规模的期货经纪机构和市场参与者。R708 事件的直接结果就是：多方分仓的近 20 个席位爆仓；多方按 8 月 18 日持仓单边 29 864 手支付 20%的违约罚款，计 3.33 亿元；多方于 8 月 4 日至 13 日的协议平仓中支付赔偿金近 2 亿元；多方在交割中只勉强接下 13 000 吨现货；而空方意欲交割的 16 万吨现货，最终在期、现货市场上以平均不高于 8 000 元/吨的价格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卖出，共计损失 1.4 亿元。可以说，天然橡胶 R708 事件是一起严重破坏期货市场规则，并导致多空双方两败俱伤的豪赌。

案例分析

期货市场的“多逼空”现象并不鲜见，很多期货市场的重大风险事件都是由于多逼空引起的。一般情况下，“逼空”都是在现货供给不足的情况下，多头利用资金优势拉抬期货价格，迫使没有足够现货交割的空头高位买进平仓，从而获取暴利。然而，天然橡胶 R708 事件却是在现货生产过剩、供给充足的情况下发生的。从最终的结果来看，在 R708 事件中，不存在赢家，多空双方都付出了沉重的代价。

1. 空头败于资金不足，多头则忽视了监管力量

期货市场实行保证金交易及逐日盯市制度，足够的资金是取得最终胜利的关键。对空方而言，即使在到期时有足够的现货进行交割，但如果在到期前没有足够的资金缴纳保证金，也会导致爆仓而失败。在天然橡胶 R708 事件中，虽然现货市场的生产和价格对多头不利，但由于多头充分利用资金优势，拉抬期价，操盘手法极其凶悍，使得资金实力不足的空头反而处于被动局面。多头忽视期货市场的基本规律，企图利用资金优势置空方于死地。但多头的这种违规操纵行为遭到交易所的严厉打击。正是交易所对多方采取的监管措施，导致了多方投机行为的溃败。

2. 投资者结构不合理是导致期市行情走向极端的重要原因

从参与目的来看，期货市场有三类投资者，即投机者、套利者和套期保值者。套利者保证期货价格与现货价格不会发生太

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大的偏离，套期保值者利用期货市场规避风险，投机者则为套利者和套期保值者提供对手方。只有在三类投资者处于相对平衡的情况下，期货市场才能健康、稳定发展。在天然橡胶 R708 合约中，市场投资者结构极不合理，基本上全部是投机商。即使是持有现货的空头，也不过是披着套期保值外衣的投机者。投机者主导期货市场行情的发展，使得期货价格完全脱离了现货市场，最终必然导致失败。

3. 交易所制定的某些规则存在疏漏

在天然橡胶 R708 事件中，交易所制定的某些规则存在疏漏，也是导致该事件发生的重要原因。例如，在放开交割量之后，海南中商所未对保证实施的具体细则作出相应的修订，基本上沿用限量交割的做法。这就存在一个问题，即多方必须具备多少保证金方能保证履约交割。再如，在市场出现逼空时，交易所规定，对每个席位 200 手(单边)之外的投机盘在现货月到来之日强制平仓，并在交割月将每日涨跌停板缩小到±20 元/吨。但在当时，多头主力控盘拉抬期价至高位，并频繁转换仓位，将头寸集中在有限的席位上等待强行平仓，而其持仓较隐蔽，这样就很容易形成逼仓。因此，交易所在修改交易规则和出台临时性规定时，应充分考虑其科学性、合理性和严密性。

此外，正确认识实物交割和套期保值的关系，是制定各项规则的重要前提。套期保值的重要特征就是在现货、期货两个市场进行品种、数量相同但方向相反的交易，套期保值的操作并不一定要进行实物交割。实际上，套期保值者可以在期货市场进行平仓，在现货市场出售现货，来完成套期保值，并不需要进行实物交割。囤积居奇和倾销压价的恶性投机行为最容易披上套期保值的合法外衣，对此，交易所应通过合理的交易制度和经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

手段,来调节实物交割的数量。

启示与展望

海南中商所的天然橡胶 R708 事件,虽然是一起“多逼空”的案例,但与其他的逼空事件相比,有一些特殊性,主要体现在两个方面。第一,多方是在现货价格下跌,现货生产过剩的情况下逼空的;第二,多空双方最终都形成了巨额亏损,没有赢家。对期货投资者来说,可以从天然橡胶 R708 事件中得到以下两点启示。

1. 期货投资应该遵守期货市场的基本规律

期货是一种衍生产品,其价格与标的资产现货价格有着固定的关系。一般地,假设标的资产现货价格为 S,期货价格为 F,无风险利率为 r,期货的剩余期限为 $T-t$,在忽略交易成本的情况下,期货价格与标的资产现货价格存在如下关系:

$$F = Se^{r(T-t)}$$

当期货合约到期时,期货价格收敛于现货价格。在现实中,由于交易成本的存在,期货市场价格应该围绕理论价格在一定幅度内上下波动。如果期货价格偏离理论价格太远,就存在无风险的套利机会。例如,如果期货价格远远高于理论价格,投资者可以通过卖空期货、买入现货并到期交割,来进行无风险套利。在套利力量的作用下,偏离过大的期货价格会向理论价格回归。

这是期货市场的基本规律。忽视这一规律,单纯依靠资金优势进行投机,最终必然导致失败。在天然橡胶 R708 事件发生之前,天然橡胶生产过剩,现货价格一路下跌,理论上而言,期货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格亦将下跌。然而，投机多头不顾这一期货市场基本规律，利用资金优势，拉抬期价，使得期货价格与现货价格产生严重的背离。

股指期货的价格也需要遵循同样的规律。由于股票现货存在股息收益，因此股指期货的定价模型与一般期货定价模型存在细微的区别。假设股息收益率为 q，则股指期货的定价公式如下：

$$F = Se^{(r-q)(T-t)}$$

如果股指期货价格偏离理论价格太远，客观上存在向理论价格回归的要求，如果投资者根据自己对现货走势的预期，参与股指期货交易，可能面临看对方向也赚不到钱，甚至亏钱的尴尬局面。如果看错方向，实际的亏损可能会超过投资者的预期。因此，在股指期货价格与理论价格偏离过多时，投资者宜观望，待期货价格回归合理范围内，再根据自己对指数现货价格走势的判断进行操作。

2. 充足的资金和有效的资金管理是取得最终胜利的保证

期货采用保证金交易，并且实行逐日清算的制度。100 多年的期货交易实践证明，逐日清算制度是期货市场控制风险的有效手段。由于期货交易采用的是保证金交易方式，如果不进行逐日清算，价格的涨跌会将失势一方的风险累积起来，当这种累积量发展到一定程度，不仅能轻易地给失败的交易者造成毁灭性的打击，也很容易出现违约事件，从而引发系统性风险，造成市场出现额外的波动。通过逐日清算及追加保证金制度，期货市场避免了风险积累，有效地将结算风险控制在日内。

同时，逐日清算也对期货投资者的资金管理提出了更高的要求。即使投资者看对最终的方向，如果没有足够的资金追加

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保证金，也可能面临爆仓的危险。对套期保值者来说，即使有充足的现货到期交割，如果没有足够的资金，也可能因为保证金不够而爆仓，造成损失。在R708事件中，空方主要是现货进口商，拥有充足的现货进行交割，但由于资金不足，最终爆仓，损失惨重。因此，对期货投资者来说，充足的资金是取得最终胜利的保证。

实际上，对任何参与期货投资的机构和个人来说，资金量都是有限的。用有限的资金进行期货交易，有效的资金管理至关重要。俗话说，"留得青山在，不怕没柴烧"。对期货投资者而言，任何时候都应该留有余地，不能满仓操作。通常，投资者开仓资金最好不超过总资金量的三分之一，以留下充足的资金应付市场变化。当市场波动时，投资者有足够的资金追加保证金。如果投资者仓位过重甚至满仓操作，一旦没有足够的资金追加保证金，将面临被强制平仓的风险。即使投资者看对了市场的最终方向，也只能后悔莫及。

参考文献

[1] 北方网. 中国期货市场风险回顾之十(天然橡胶R708事件). 2001.

[2] 金融界网站. 海南中商所天然橡胶期货事件. 2006. http://www.jrj.com.

[3] 棉花人天地网. 椰岛狂飙卷天胶——天然橡胶R708事件回顾与反思. 2007. http://www.cncotton.com/Blog/html/diary/showlog.vm?sid=245&log_id=1018.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

12 株洲冶炼厂锌期货事件

背 景

我国是世界上主要的产锌国之一，同时也是世界上锌的消费和出口大国。20世纪90年代后，受国家铅锌出口鼓励政策及国家外贸外汇体制改革等因素的影响，国内锌的冶炼能力急剧扩张，出口量大幅增长，锌生产的增长速度达年均13%，明显快于年均11%左右的消费增长速度，使我国从锌供应不足转为供大于求，由锌进口大国变成出口大国。

株洲冶炼厂(株洲冶炼集团的前身)是我国最大的铅锌生产和出口基地之一，在日常生产、经营方面均堪称国内有色金属行业的佼佼者。株洲冶炼厂生产的"火炬"牌锌是我国第一个在伦敦交易所注册的商标，经有关部门特批，该厂可以在国外金属期货市场上进行套期保值。

早在20世纪90年代初，在国内有色金属期货市场，锌就是与铜、铝、铅、锡、镍等基本金属并列的中远期交易品种。但此后，锌的交易规模逐年递减，至1997年，锌交易基本停止。1998年，在期货市场的结构调整中，有色金属交易品种只保留了铜和铝，锌等品种被取消。在海外市场，伦敦金属期货交易所(LME)于1915年就推出了锌期货交易，并且一直延续至今。直至今天，伦敦金属期货交易所的锌期货价格仍然是锌国际贸易的定价基础，同时伦敦金属期货交易所也成为目前国际上唯一的锌

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期货交易市场。

事件经过

1995 年，株洲冶炼厂下属进口公司利用进出口的便利，开始在境外从事锌期货投资业务，最初以套期保值为名义操作，获得了一定的收益。株洲冶炼厂进口公司经理、锌期货操盘手的权力逐渐膨胀，株洲冶炼厂对其从事的外盘期货交易采取了放任的态度。

1997 年 3 月，世界金属期货市场价格上扬，锌市走俏，株洲冶炼厂进口公司见有利可图，开始在 1 250 美元/吨的价位上向外抛售期货合约。此时，株洲冶炼厂每吨锌的成本为 1 100 美元，如果做套期保值，在以后按期交割现货每吨可获利 150 美元，同时还可以避免市场价格下跌造成的损失。但是，随着后来锌价上扬到 1 300 美元/吨，株洲冶炼厂进口公司由套期保值开始转为卖空，即抛出了远远大于株洲冶炼厂年产量的期货合约，目的是通过抛出大量合约打压市场价格，等锌价跌至价格较低的抛出价格以下时大量买入合约平仓，保留高价位的卖出合约如期交割获利。然而，由于交易对手逼仓，锌价并没有如期下跌，而是一路攀升到 1 674 美元/吨。

按伦敦金属期货交易所规定，买卖双方须缴纳合约金额一定比例的保证金，株洲冶炼厂进口公司支付保证金的资金大部分来源于银行贷款。在 1997 年 3～7 月间，株洲冶炼厂进口公司因无法支付保证金，多次被强行平仓。面对巨大的空头头寸和过亿美元的损失，株洲冶炼厂进口公司不得不向株洲冶炼厂报告，当时已在伦敦卖出了 45 万吨锌，相当于株洲冶炼厂全年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总产量的 1.5 倍。虽然国家出面从其他锌厂调集了部分锌进行交割试图减少损失,但是终因抛售量过大,株洲冶炼厂为了履约只好高价买入合约平仓,形成约 1.758 亿美元(约 14.6 亿元人民币)的巨额亏损,整个企业因此元气大伤。

案例分析

株洲冶炼厂在伦敦金属期货市场上进行操作的目的是套期保值。一般来说,在期货市场上进行套期保值的方法有两种。一种是当投资者持有现货头寸的时候,为了防止现货价格未来下跌,而卖空期货合约。这样一来,如果现货价格真的下跌,投资者在现货上的头寸虽然亏损,但是可以在期货合约上盈利,两者冲销之后,可以有效减少甚至完全弥补投资者的亏损。另外一种方法则刚好相反,投资者为了防止未来现货价格的上涨,而买入对应的期货合约,从而锁定未来买入现货的成本。在这起案例中,株洲冶炼厂由于是进行锌的销售,为了防止将来锌价下跌,所以进行了空头套期保值。根据套期保值的原理,套期保值所需要的期货合约的数量是根据投资者将来交易的现货量的多少来确定的。对于空头套期保值来说,即使是进行完全套期保值,所卖空的期货合约也只能等于投资者所持有的现货或者将来会持有的现货的数量。一旦超过这个数额,就需要承担额外的头寸风险,套期保值就变成了投机。

株洲冶炼厂进口公司的期货经办人员在进行套期保值的过程中,最高卖出了 45 万吨锌的期货合约,而当时株洲冶炼厂的锌年总产量才 30 万吨,致使株洲冶炼厂承担了非常大的期货空头风险。从正常情况来说,株洲冶炼厂的空头期货合约的数量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应该和自身的销售量基本相同，超过销售量的期货空头头寸则形成了巨大的风险敞口，给株洲冶炼厂带来了巨大风险。即使没有发生国际基金的逼仓事件，株洲冶炼厂从套期保值者向投机者的转变也已经使企业步入了高风险的轨道，未来锌价格上升会使得株洲冶炼厂遭受原本无需承担的损失。

国外金融机构的逼仓是导致这次事件的重要因素。如果没有国际基金的逼仓，株洲冶炼厂所面临的将只是空头风险。也就是说，锌价上涨会导致亏损，但是，锌价下跌反而会实现营业外的收入。但是对于国际金融市场，尤其是期货市场而言，全世界的游资无时无刻不在寻找套利的机会。株洲冶炼厂所暴露出来的巨大头寸无疑很快就成了他们狙击的目标。这次国际基金对株洲冶炼厂的逼仓可以说是“多逼空”的典型案例。“多逼空”是如何造成的呢？实际上，期货合约是由交易所推出的标准化合约。合约中除价格外的其他有关条款均由交易所统一规定。期货合约的标准化大大便利了期货合约的订立和转让，使期货合约具有极强的流动性和吸引力。当交易一方的目的(如投机、套期保值或套利)达到时，无须征得对方同意就可通过平仓来结清自己的头寸，并把履约权利和义务转让给第三方。实际上，绝大多数期货合约都是通过对冲平仓来了结的，因此，真正进行实物交割的期货合约非常少。而在一些小品种的期货交易中，当操纵市场者预期可供交割的现货商品不足时，即凭借资金优势在期货市场建立足够的多头持仓以拉高期货价格，同时大量收购和囤积可用于交割的实物，于是现货市场的价格同时升高。这样当合约临近交割时，迫使空头会员和客户要么以高价买回期货合约认赔平仓出局，要么以高价买入现货进行实物交割，甚至因无法交出实物而受到违约罚款，这样多头头寸持有者即可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从中牟取暴利。国际基金在获悉株洲冶炼厂持有巨大单边空头头寸的时候，再对株洲冶炼厂的生产情况及其他各种因素进行综合考察，确定株洲冶炼厂根本不可能有足够的现货交割，因此，只要将锌的价格在交割日之前持续高抬，没有足够现货进行交割的株洲冶炼厂只能高价买入期货合约平仓，从而高价接手最后一棒。从这次事件可以看出方方面面存在的很多问题。

1. 企业内部监管松懈

株冶锌期货事件发生于 1997 年，此时株洲冶炼厂已经从事了两年多的锌套期保值交易，应该说对套期保值已经较为熟悉，尤其是其中的风险。然而，由于在几次交易中尝到甜头，具体经办人员逐渐开始越权交易，内部管理也开始松懈。这使得交易员在出现亏损后没有及时汇报，反而大胆继续加仓，导致亏损不断扩大。当巨大的头寸和损失已成为事实，在外方逼债上门时，企业领导和主管机关方才察觉，但已经晚了。

国内企业参与国际金融市场缺乏经验，对于衍生产品的交易，尤其像期权、期货等杠杆比率较大的产品，一旦疏忽就有可能造成几倍甚至几十倍的亏损。因此，企业应该制定严格的风险控制制度并认真执行，防止个人越权交易，造成重大损失。

2. 企业风险意识欠缺

国际基金逼仓，是导致株洲冶炼厂的期货头寸遭受巨大损失的重要原因。国际基金之所以敢于逼仓，是因为掌握了株洲冶炼厂的交易信息，了解到该厂持有大量的锌期货空头头寸。在调查了株冶的产量之后，确定株冶不可能有足够多的现货进行交割，必然需要从市场买回期货合约进行平仓，因此对株冶进行了逼仓。由此看出，交易信息不够保密，造成交易底牌被市场其他参与者知晓，是导致株冶锌期货事件发生的重要原因。我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国企业缺乏国际金融市场尤其是衍生产品市场的操作经验，面对强大的竞争对手，企业的任何疏忽都会给他们以可乘之机。因此，国内企业参与国际市场应该提高风险意识，时刻保持警惕。

3. 国内期货市场欠发达

我国的锌生产量和消费量都位居世界前列，但在国际贸易中缺乏相应的定价权，国内贸易中也缺乏权威的定价体系，众多企业面对锌价波动缺少相应的避险工具。这与我国国内期货市场欠发达有很大关系。株冶锌期货事件发生时，我国国内没有锌期货交易。由于在国内缺乏相应的对冲工具，很多企业只能选择去海外市场，面临经验不足的风险，导致在海外市场频频成为众多国际基金的“狩猎”对象。株冶锌期货事件就是这样一个典型例子。

启示与展望

株洲冶炼厂是我国锌产量最高、出口量最大的企业之一，为了规避产品价格波动风险，该厂在 LME 抛售锌期货合约进行套期保值，这无疑是企业生产经营活动的需要，并没有违反相关规定，并且这种套期保值活动能够规避产品价格风险，有利于企业生产经营活动。然而，株洲冶炼厂的锌期货事件最终给企业带来了巨额亏损，使得整个企业元气大伤，最大的原因在于没有控制好头寸数量。株洲冶炼厂在 LME 进行的是卖出套期保值，理论上而言，卖出期货合约的数量不能超过企业的锌销售量，一旦超过，套期保值就成为投机，企业将面临巨大的风险。株洲冶炼厂进口公司在 LME 抛出的锌期货数量达 45 万吨，不仅远远超

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过了株冶年出口量，而且超过了株冶年总产量约50%，以至于被国际基金逼空，造成重大损失。这一事件给我国从事境外套期保值的企业敲响了警钟，同时也给这些企业诸多启示。

1. 套期保值应严格控制头寸数量

套期保值的意义在于锁定风险。为达到锁定风险的目的，套期保值者买入或卖出的期货合约，数量应该与需要保值的资产一致。以株洲冶炼厂为例，该厂当时年产锌30万吨左右。假设这30万吨锌全部用于销售，即使进行完全的套期保值，其所卖出的期货合约数量也不能超过30万吨。而实际上，株冶进口公司卖出的合约数量高达45万吨，远远超过了株冶的年生产量。

在套期保值中，一旦合约的数量超过需要保值的资产，则多余的合约将呈现风险敞口，套期保值就转化为投机，企业将面临新的方向性风险。在株冶锌期货事件中，正是因为没有严格控制套期保值头寸的数量，给国际基金可乘之机，最终遭到国际基金的逼空，损失惨重。因此，企业利用期货市场进行套期保值，应该严格控制期货头寸的数量，不能超过需保值的资产数量。

商品期货市场如此，在金融期货市场亦是如此。当前，股指期货即将在我国推出，以基金为主的机构投资者可以利用股指期货给所持有的投资组合进行套期保值，以规避市场下跌的风险。在利用股指期货进行套期保值时，机构投资者应该吸取株洲冶炼厂的教训，严格控制头寸的数量，以免产生新的方向性风险。

2. 企业应提高风险意识

企业风险意识淡薄是株冶锌期货事件发生的重要原因，这种风险意识的淡薄体现在两个方面：第一，企业参与外盘期货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易，未严格保密自己的交易信息，造成交易底牌被对手知晓；第二，株洲冶炼厂对下属进口公司从事的外盘期货交易未实行严格的风险监控制度。事实上，这两个方面只要其中一个做好，株冶锌期货事件就可能不会发生。

株冶锌期货事件给我国参与国际期货市场的企业上了一堂生动的风险课。国内企业应该充分重视提高自身的风险意识。一方面要提高自身的风险管理能力，建立切实可行的风险控制制度并严格实施，另一方面，企业在参与外盘期货交易的过程中要注意保护自己，不给国际对手以可乘之机。

由于我国缺乏发达的衍生产品市场，国内企业不得不在境外衍生产品市场进行套期保值。然而，国内企业在参与境外衍生产品交易时经验不足，同时对交易规则和相关的监管也缺乏足够的了解，造成了我国企业屡屡遭到国际基金的围猎，损失惨重，株冶锌期货事件就是一个典型的国际基金逼空国内企业的案例。为了尽量避免这种事件的发生，国内企业应该培养专业人才，努力提高自己参与境外衍生产品市场的能力。不过从根本上而言，应该大力发展国内的衍生品市场，尤其是商品期货和金融期货市场，确立我国期货市场在世界期货市场中应有的地位。同时，我国应该利用本土优势，建立一套既遵循国际惯例，又能充分保护国内企业的交易和监管制度，服务于国内企业。

株冶锌期货事件已经过去整整 10 年。10 年来，我国期货市场发生了巨大的变化。2007 年 3 月 26 日，锌期货合约在上海期货交易所挂牌上市。鉴于我国在全球锌产业中的重要地位，锌期货合约的上市，有望进一步提升我国作为最大锌生产国和消费国在全球市场的定价权。

随着锌期货的上市，我国锌的期货价格必将成为国际锌价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的重要参考，锌的市场定价将更具效率，并逐步确立我国在全球锌定价中的地位，真正体现“中国因素”。企业可以充分利用期货市场进行套期保值，规避价格波动风险。相关行业可通过期货市场远期价格预期锌产品未来的供求关系变化，合理配置资源。锌期货交易的推出，将为涉锌企业提供公平竞争的平台，促进产业升级，进一步推动我国锌产业健康稳定发展。

参考文献

[1] 中立诚会计师事务所.我国企业境外期货风险案例分析.中华税网，2007. http://www.chinesetax.com.cn/.

[2] 李中秋.审慎有效参与锌期货套期保值——“株冶”十年经验谈.中国证券报，2007.

[3] 上海金属网.株冶谈前车之鉴：合理使用套保理性参与期锌交易.上海金属网，2007. http://www.shmet.com/.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

13　中航油事件

背　景

中国航空油料集团公司(简称“中航油”)于2002年10月11日在原中国航空油料总公司基础上组建,直属于国务院国资委,是国内最大的集航空油品采购、储运、销售、加注为一体的国有大型航空服务保障企业,是国际航空运输协会、英国石油协会、美国石油协会、国际航煤联合检查集团成员。至2006年末,中航油销售收入位列我国中央企业第38位,总资产185亿元,在国家统计局公布的中国最大的1 000家企业集团中排名第68位。

中国航油(新加坡)股份有限公司(以下简称“新加坡公司”),是在新加坡交易所主板挂牌的上市公司。为满足集团公司进口航油业务的需要,新加坡公司于1993年5月26日在世界第三大石油交易中心新加坡应运而生。2001年12月6日,新加坡公司在新加坡交易所主板挂牌上市,是新加坡全球贸易商计划成员。在巨亏事件发生时,母公司中国航空油料集团公司持有新加坡公司60%的股份。

世界石油期货交易市场主要包括纽约轻原油市场和伦敦石油期货市场,其中,纽约轻原油市场是石油期货交易量最大的市场,其交割的石油标准与普通石油有所不同,所以叫轻原油,其价格稍高。该市场成交量超过伦敦石油期货市场的2倍,1个月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的期货合约总持仓量达到十几亿桶，所以该市场是石油交易的主战场。中航油参与交易的是伦敦石油期货市场和场外衍生交易市场。这些市场油价走势是类似的。

回顾近 10 年来石油行情历史，世界石油市场经历了多次暴涨或暴跌的行情。其中的一次，是从 2003 年初的伊拉克战争到中航油破产。每桶油价因战争从 25 美元上升 40 美元，再跌到 25 美元后又暴涨到 55 美元。伊拉克战争之后，石油价格的暴涨是大多数人始料不及的。

事件经过

2003 年下半年，新加坡公司时任总裁陈久霖擅自扩大业务范围，开始进入石油期权交易市场，从事石油期权交易。陈久霖和日本三井住友银行、法国兴业银行、英国巴克莱银行、新加坡发展银行和新加坡麦格理银行等在衍生品场外市场签订期权合约，进行场外期权交易。2003 年底，新加坡公司的仓位是空头 200 万桶，因为石油价格的短暂下跌，公司有所盈利。

然而，进入 2004 年之后，石油价格就一路上涨，新加坡公司逐渐由盈利变为亏损。到 3 月 28 日，新加坡公司已经出现 580 万美元账面亏损。为了掩盖账面亏损，陈久霖决定对合约进行展期，致使交易仓位放大。至 6 月，公司因期权交易导致的账面亏损已扩大至 3 500 万美元。

此时，受赌徒心理的影响，陈久霖不仅没有止损，反而将期权合约展期至 2005 年及 2006 年，并且在新价位继续卖空。到 2004 年 10 月，中航油持有的期权总交易量已达到 5 200 万桶之巨，超过公司每年实际进口量 3 倍以上，公司账面亏损已达 1.8

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亿美元,公司现金全部消耗殆尽。

10 月 10 日以后,石油价格不但没有下调,反而继续一路走高,在走投无路的情况下,陈久霖不得不向母公司中航油集团写报告请求救助。在接到新加坡公司的救助请求之后,中航油集团不仅没有责令新加坡公司迅速斩仓,反而决定对其实施救助。10 月 20 日,中航油集团以私募方式卖出手中所持 15%的股份,获资 1.08 亿美元,立即交给新加坡公司补仓。此举愈发使新加坡公司泥潭深陷。2004 年 10 月 26 日和 28 日,公司因无法补加一些合约的保证金而遭强行平仓,从而蒙受 1.32 亿美元实际亏损。接着,11 月 8 日到 25 日,公司的期权合约继续遭逼仓,截至 25 日的实际亏损达 3.81 亿美元。2004 年 12 月 1 日,在亏损 5.5 亿美元后,新加坡公司宣布向法庭申请破产保护令,中航油事件至此告一段落。

案例分析

中航油事件中,新加坡公司从事的主要是场外期权交易,为了更清楚了解事件的始末,我们需要对期权的性质有所了解,并提及几个与期权相关的概念。

1. 期权购买方和期权出售方

在期权交易中,不论是场内交易还是场外交易,都包括交易的双方,即期权购买方和期权出售方。期权购买方(buyer),也称为持有者(holder)或期权多头,在支付期权费之后,就拥有了在合约规定的时间内行使购买或出售标的资产的权利,也可以不行使这个权利,而且不承担任何义务。

相反,期权的出售方(seller),也叫做签发者(writer)或期权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

空头，在收取买方所支付的期权费之后，就承担了在规定时间内根据买方要求履行合约的义务，而没有任何权利。也就是说，当期权买方按合约规定行使买进或卖出标的资产的权利时，期权出售方必须依约相应地卖出或买进该标的资产。

显然，在期权交易中，买卖双方在权利和义务上有明显的不对称性，期权费正是作为这一不对称性的补偿，由买方支付给卖方的。一经支付，无论买方是否行使权利，其所付出的期权费均不退还。

2. 看涨期权和看跌期权

按期权买方的权利划分，期权可分为看涨期权(call option)和看跌期权(put option)。凡是赋予期权买方以执行价格购买标的资产权利的合约，就是看涨期权；而赋予期权买方以执行价格出售标的资产权利的合约就是看跌期权。很显然，那些预期未来标的资产价格上涨的投资者将成为看涨期权的买方或看跌期权的卖方，而那些预期未来标的资产价格下跌的投资者将成为看跌期权的买方或看涨期权的卖方。

3. 期权费

期权交易实际上是出售方将一定的权利赋予买方而自己承担相应义务的一种交易，作为给期权出售方承担义务的报酬，期权买方必然要支付给期权卖方一定的费用，称为期权费或期权价格。

一般而言，通过期权保值的市场主体都会选择成为期权的买方，进一步根据自己买卖的需要选择看涨或看跌期权。在期权交易中，买方享有执行与否的主动权，因而只把风险的不利部分转嫁出去而保留风险的有利部分，所以是一种单向保值。

作为期权的卖方，实际上就是通过收取一定的期权费承担

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了风险，因此，可以画出其相应的盈亏图(图 13.1)。

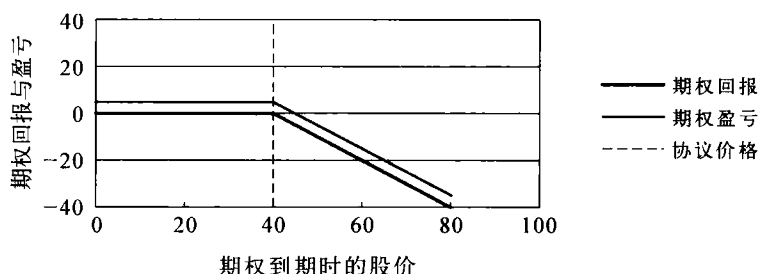


图 13.1 看涨期权卖方盈亏图

由于到期标的资产市场价不会跌到 0，但是可能涨到非常高，所以理论上而言，卖出看涨期权比卖出看跌期权风险更大。新加坡公司就是选择了风险最大的卖出看涨期权交易。

其实，对于期权卖方来说，如果是有经验的专业机构，绝对不会凭空持有如此巨额的头寸，一般都会购入相应的标的资产或者衍生工具进行对冲，防止出现大量亏损。但对中航油新加坡公司来说，如此卖出期权并没有相应的对冲，因此是一种纯粹的投机行为，是和期权的买方对赌方向。如果方向正确，会获得相应的利润，但是一旦方向错误，就会出现比可能获得的利润要大得多的损失。

对期权的有关概念及特性了解之后，我们来具体分析中航油巨亏事件的原因。

1. 缺乏有效的风险控制是中航油巨亏的根本原因

前面提到，期权的卖方在出售期权之后，通常都会为期权空头头寸进行对冲，以避免较大的亏损，而中航油卖出石油看涨期权的目的就是赌石油价格下跌，并未采取对冲策略。同时，中航

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

油内部风险控制制度也形同虚设。在中航油事件发生之前，颇具讽刺意味的是，陈久霖曾声称，“中航油采用了目前世界上最先进的风险管理系统——Kiodex Risk Workbench 系统”。的确，在风险控制政策方面，中航油公司有自己的一套管理方法。据报道，按照中航油的监管政策，损失 20 万美元以上的交易要提交给公司的风险管理委员会评估；而累计损失超过 35 万美元的交易必须得到总裁的同意才能继续；任何将导致 50 万美元以上损失的交易将自动平仓。该公司共有 10 位交易员，也就是说，在任何时候，损失的最大上限是 500 万美元。然而，再好的风险管理系统，没有互相牵制的监管体系，没有严格执行的纪律约束，也只能是纸上谈兵。

在缺乏内部控制的同时，由于新加坡公司参与的是场外期权交易，缺乏有效的外部监管。衍生品交易所，不管是期货交易所还是期权交易所，通常都有一个结算机构来保证交易及交割的顺利进行。结算机构的职责不仅是对交易进行结算，而且还负责监督结算成员的交易风险。如果它发现某个成员的潜在交易损失超过其结算资金，它就会立刻向其追缴保证金。假如这个成员不能及时缴足保证金，那么结算机构有权强行结束它的部分交易头寸以补足其应缴的保证金。这种监督非常频繁，它能有效地防范结算成员的清算风险。中航油新加坡公司因为从事的是场外交易，所以没有这样的一个外部机构监督它的头寸风险，其交易风险完全由其自己控制。这就是为什么它能在潜在损失已经很大的情况下继续建立头寸，进而导致巨大损失。

另外，中航油集团对下属子公司监控不力，也是缺乏有效风险控制的一个重要体现。陈久霖不顾我国政策法规对衍生品投机明确禁止的法令，在期货和期权市场上操作近一年时间，中航

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

油集团却丝毫没有发觉,这不能不说在母公司对子公司的监管方面出了严重的问题。

2. 对油价走势的错误判断是失败的直接原因

事实上,在衍生产品交易过程中,如果没有进行相关的风险对冲,衍生产品的交易变成了纯粹的赌方向。由于衍生产品具有杠杆效应,一旦方向看错,损失将成倍增加。中航油新加坡公司卖出大量的看涨期权,赌油价下跌,获得期权金。然而,事与愿违,油价的飙升使得新加坡公司最终无法支付巨额的保证金而被强行平仓,造成巨额损失。

3. 看错方向未及时止损也是导致最终巨亏的重要原因

在衍生产品交易中,看错方向很正常。由于衍生产品的高杠杆性,在发现看错方向时,应该及时止损,这样可以把损失控制在较小的范围内。而中航油新加坡公司在卖出大量的石油看涨期权时,对油价的方向判断是下跌,实际上油价一路飙升,这表明中航油看错了石油价格运动的方向,如果初期及时止损出局,中航油的损失将很小。然而,中航油没有采取止损策略,反而采取了一种输了加码的赌徒策略,拒不认输,最终导致了中航油的巨亏。

另外,母公司中航油集团在这方面也有一定责任,在知晓新加坡公司已经犯下大错时,不仅没有强令其进行止损,反而出售自身股权,给新加坡公司提供现金支持使其补仓,继续进行这场赌博游戏,使得中航油在衍生品市场上的头寸越来越大,最终遭受了难以估量的损失。

启示与展望

与株洲冶炼厂锌期货事件类似,中航油新加坡公司也是在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从事境外衍生产品交易中造成巨额亏损,然而,两者在性质上却有着本质区别。株洲冶炼厂作为锌的生产商和出口商,在境外期货市场卖出期货合约的初衷是为企业产品进行套期保值,以规避价格波动风险,由于头寸过大而转变为投机,而中航油新加坡公司期权交易性质本身就是完全的投机。对于国内参与衍生产品交易的企业和普通投资者来说,可以从中航油事件中吸取教训,避免发生类似事件。

1. 境外衍生产品投机风险极大

衍生产品具有高杠杆性,对于套期保值者来说,可以用较少的资金规避风险,但对于投机者来说,如果看错方向,可能导致巨额损失,风险极大。国内企业参与境外衍生产品交易,目的是为了进行套期保值。而中航油事件中,中航油从事的石油期权场外交易,则是纯粹的投机。中航油新加坡公司在场外石油期权交易中,因为看跌石油价格而大量卖出石油看涨期权,期望在石油价格如期下跌后获得权利金。实际上,卖出看涨期权是期权交易中风险最大的一种,理论上,卖出看涨期权的一方最大收益有限(即期权的权利金),而最大亏损可能是无限的(石油价格涨得越高,亏损越多),因此,为了避免这种风险,期权的卖出方通常都会在现货市场或者其他衍生品市场进行相应的对冲操作,规避标的资产价格波动风险。而中航油显然没有这么做,最终导致破产的命运。实际上,在中航油卖出期权之后不久,石油价格就一路上涨,而在其巨亏平仓之后,石油价格就大幅回落。可见在衍生品交易中,任何侥幸的赌徒心理都是不可取的。

2. 投资境外衍生产品应以场内交易为主

在交易所交易的衍生产品为标准化合约,具有较好的流通性。在投资者打算开新仓或平仓的时候,比较容易找到交易对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

手,投资者面临的流动性风险较低。而场外衍生产品市场则要复杂得多,相应的风险也较大。一方面,场外衍生产品合约通常并非标准化产品,合约的条款多种多样,产品结构可能较为复杂;另一方面,场外衍生产品合约流动性较差,通常难以转让,绝大部分合约都是到期履约完成。此外,场内交易相应的监管制度和法律法规较为健全,而场外交易大多是一对一的私下交易,监管较为松懈,并且交易信息容易泄漏。因此,对于需要在境外衍生产品市场进行套期保值的国内企业而言,应该尽量选择场内交易,以减少不必要的风险。

3. 及时止损是投资衍生产品的第一要则

跟股票相比,期货、期权等衍生产品有两个最主要的不同:其一,衍生产品都有一定的合约期限;其二,衍生产品具有高杠杆性。正是有这两个特点,衍生产品投资的风险远较股票大得多,因此,在衍生产品交易中,看错方向后及时止损就显得尤为重要。

衍生产品市场风云变幻,谁也无法知晓潜在的收益或亏损到底有多大。止损,相当于给头寸设置了一根保险丝,当亏损额达到止损点时,及时平仓出局,可以有效保护剩余本金的安全。中航油新加坡公司之所以最终破产,其中一个很重要的原因就是没有对场外期权及时平仓止损,反而采取输了加码的赌徒策略,最终造成无法挽回的结局。如果新加坡公司发现看错石油价格走势后及时止损,就不至于沦落到破产的境地。

我国已经于 2005 年 8 月恢复权证交易,股指期货也即将推出,国内衍生产品市场将面临前所未有的发展机遇。与此同时,国内参与衍生产品交易的机构和个人也将越来越多。由于股指期货实行保证金交易,资金杠杆达 10 倍左右,如果投资者看错

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方向，不但可能损失全部本金，甚至在市场波动剧烈的情况下还可能倒欠保证金。因此，及时止损在股指期货交易中显得极为重要。那么，投资者应该如何止损呢？

一般来说，投资者在开仓交易之前，就应设置一个止损点。通常用百分比而不是价位来表示止损距离，5%～10%是可接受的合理幅度。例如，如果投资者设置的最大亏损额为10%，当浮动亏损达到10%时，就应该果断平仓出局，避免更大的损失。除了百分比止损外，标的指数跌破重要支撑位或者突破重要阻力位止损，也是一种较为常用的方法。例如，如果投资者在沪深300指数期货开多仓后，当沪深300指数跌破重要的支撑位或者跌穿趋势线，就应该考虑止损。

随着我国经济的发展，国内部分企业或个人不可避免地要参与境内外的衍生品市场，因此，如何提高投资衍生产品市场的能力是摆在这些企业和个人面前的重要课题。对于企业来说，应该培养专业的衍生产品交易员，建立完备的风险控制制度并且严格实行，尽量减少投资失误。而对于个人来说，努力提升自身的交易水平和技巧并严格控制交易风险，是取得成功的基本保障。

参考文献

[1] 鲁晨光．中航油事件深层剖析．2007.

[2] 蒋晓亮．从中航油巨亏事件再看金融衍生产品．论文天下论文网，2007.

[3] 黄庭钧．投机翻船敲响警钟——中航油境外石油衍生品交易巨亏事件分析．新华网，2004.

[4] 袁小文．智慧的缺失——对中航油事件的深度剖析．期货日报，2005.

[5] 郑振龙．衍生产品．武汉大学出版社，2005.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

14 中盛粮油大豆油期货事件

背 景

1. 公司背景

中盛粮油工业控股有限公司是一家专业从事粮油产品生产、加工、仓储、销售及贸易的大型公司，在香港主板上市。公司的基本业务是，先向国际供货商采购大豆油，再转售或利用集团生产设施加工为各类精炼大豆油产品，以供内地市场销售。原材料大豆油价格视国际市场因素而定，而终端产品精炼大豆油价格则视内地售价而定。

自 2000 年开始，中盛粮油涉足国内粮油行业，短短几年内陆续投资兴建了多个粮油加工及仓储设施。到 2004 年底，投资总额已超过 1 亿美元，在沿海地区形成了以天津、镇江、东莞及厦门为主体的生产基地，在全国拥有数十个产品配送中心，从原料的国际采购、物流、生产加工到成品的销售配送建立了高效的供应链管理体系，产品覆盖国内三北、长江流域和华南地区，销售总额达到 50 亿元，居行业领导地位。

2005 年 7 月 14 日，中盛粮油发布公告称，自公布 2004 年全年业绩后，因为一些非常不利的市场因素，公司财务表现受到重大影响。因此，公司董事会预计公司上半年的业绩将出现亏损，并向香港交易所声明，这主要是因为受到国际国内价格波动的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 市场背景

从公司的基本业务可知，公司在经营方面主要面临两个风险：一是作为原材料的国际大豆油价格；二是内地大豆油的销售价格。这两个价格对公司的整体业绩具有重大影响，为了规避价格波动风险，需要对产品进行套期保值。

当时，我国的大豆油期货还没有上市，因此中盛粮油一直都是通过国外 CBOT 大豆油期货市场进行套期保值。来自国家粮油信息中心的数据显示，2005 年国内大豆成品油与国际大豆油走势明显背离。国内成品大豆油从 2005 年 2 月的每吨 5 800 元下跌到了 6 月的每吨 5 000 元左右；而国际市场上，美国农业部连续 6 次下调大豆产量预测，导致大豆和大豆油价格节节攀升。国内成品大豆油价格和国际大豆油价格背离，使得中盛粮油在 CBOT 上的套期保值失败。

事件经过

2005 年 7 月 14 日，中盛粮油发布公告称，2 月底以来内地成品大豆油价格下跌，而 CBOT 大豆油期货价格却在二季度持续走强。中盛粮油及其附属公司为了在内地销售的大豆油进行套期保值，上半年业绩因而预亏。

据中盛粮油称，过去中盛粮油在采购大豆毛油后，利用 CBOT 大豆、大豆油期货合约对冲，以减少或规避集团面临的大豆油价格波动风险。此前，中盛粮油一直依赖此类对冲交易，回避国内产品价格波动风险。然而，在 2005 年 2 月底到 4 月期间，CBOT 大豆油期货一路走强，而内地大豆油现货价格却出现下跌。这一背离使得中盛粮油在 CBOT 的套期保值不但失去作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用,而且在期货和现货市场都出现亏损。

中盛粮油在公告中称,此背离状况在2005年5、6月得到确认。在此期间,CBOT大豆油期货价格一直高于内地成品大豆油现货价格,这让集团蒙受了损失。集团在2005年2～4月期间,对大部分期货合约进行平仓,有关亏损都已变现。

中盛粮油发布盈利预警后,其股价暴跌46.67%,以0.56港元报收。公司市值也由8.4亿港元减至4.48亿港元,缩水近一半。

案例分析

中盛粮油事件和其他的众多金融期货风险案例有所不同。中航油事件等风险案例中,相关公司之所以会发生大额亏损,主要是出于执行人的投机心理及监管力度的不足,但中盛粮油事件的直接诱因则是出于技术层次的问题及来自客观条件的限制。

1. 技术方面

利用期货进行套期保值的原理,简单来说,就是以期货市场上的盈利(或亏损)来弥补现货市场上的亏损(或盈利),从而锁定风险。在此,套期保值者之所以可以利用期货合约进行套期保值,主要在于期货和现货的走势是趋于一致的,换句话说,就是两者的相关性很强。所以,运用以相应现货为标的物的期货合约可以达到较为理想的套期保值效果。不过,在实际的保值过程中,对某一资产进行套期保值也不一定非要选取以此资产为标的的期货产品,只要是某期货合约和此资产的相关性足够强,就可以用来进行套期保值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在我国没有大豆油期货进行套期保值的情况下，中盛粮油选择去海外进行套期保值是较为明智的，体现了自身具备一定的风险防范意识。但是在具体细节上却出现了不少问题。

按照中盛粮油 2005 年中报的说法，中盛粮油是“在 CBOT 大豆和大豆油期货合约中对冲，致力抑制原材料价格的波动风险”，而在 2～4 月期间，“中国国内的成品大豆油现货价格与 CBOT 大豆油期货价格严重背离的情况下暂时失去对冲作用”，从而导致亏损。这种说法似有自相矛盾之嫌，中盛粮油主要是在国际市场上采购大豆毛油作为原材料，因此为了抑制原材料的价格上涨风险，应该买入大豆油期货进行对冲，而其在 CBOT 期货市场上却是沽空大豆油期货，刚好是背道而驰，这样不仅没有锁定风险，反而加大了风险。而如果中盛粮油是为了防止产品价格下降而对国内销售的成品油进行套期保值，则应该先考虑国内成品油价格和 CBOT 大豆油期货价格之间的相关关系如何。

根据中盛粮油的说法，公司过去一直采用这种套期保值方法，并且没有出现问题，这也就暗示了我国成品大豆油价格和美国大豆油价格之间呈正相关关系，因此，中盛粮油在 CBOT 大豆油期货市场上做空大豆油期货。这样一来，如果国内成品大豆油价格下降，中盛粮油在现货市场出现亏损，但在 CBOT 期货市场获得盈利，两者相互抵消，便可以达到套期保值的目的。但是关键在于，国内大豆油价格和美国的大豆油期货价格之间的相关性强弱值得商榷。地域不同，自然商品的供给和需求方面也会出现很多差异，尤其是在一些突发性事件发生时，这种差异会更加明显。“2005 年 2～6 月，国内成品大豆油价格呈一路下跌的态势，而国际市场上则截然相反，是由于主要产豆区南北美洲上半年气候不好及美国农业部连续 6 次下调大豆产量预测，美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国的大豆油期货价格不跌反涨，和国内大豆油的走势出现了明显偏差"，这也致使中盛粮油出现现货和期货市场上双双亏损的情况，套期保值因此宣告失败。

2. 客观条件方面

当时，我国大豆油期货还没有上市，国内的很多油类加工企业都面临着原材料价格和产品价格大幅波动的风险，能够到国外进行套期保值的企业更是少之又少，即使可以去海外市场套保，也存在像中盛粮油这样面临现货和海外期货相关性不够强所导致的风险外露问题。因此可以说，中盛粮油事件的发生，既有内部的原因，也有外部的原因。

启示与展望

2006 年 1 月 9 日，我国大豆油期货在大连商品交易所正式上市交易。2007 年 10 月 29 日，棕榈油期货合约上市交易。它们的推出不仅为国内油脂压榨行业提供了新的套期保值工具，更丰富了大豆油、棕榈油类相关市场的品种套利交易，为相关企业带来了福音。

随着我国市场化进程的推进，我国商品期货市场逐步进入规范、有序的发展阶段，取得了令人瞩目的成就。国内期市交易无论在品种数目、资金流量还是市场参与程度上都有了很大的进步。例如，2007 年就已经陆续推出 4 个期货新品种，黄金期货也在 2008 年初正式于上海期货交易所上市。相信在不远的未来，我国期货市场将形成一个功能完善的专业化市场。各个交易所也会在自身核心品种的研究和创新方面不断努力，推出适应市场需求的产品，使国内的相关企业能够有效规避原材料价格波动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和产成品价格波动所带来的风险。

当然，一个真正成熟的期货市场也离不开投资者的进步。这就要求投资者不仅要具备扎实的专业知识基础，还要具有较好的风险防范意识，进行理性投资。

首先，投资者应加强对专业知识的掌握。期货市场与现货市场不同，对于现货市场来说，市场永远是正确的，因为即使其定价出现了扭曲，由于没有无风险套利机会的存在，投资者只能等待市场自身恢复合理价格。而期货价格只能在其理论价格附近的一定区间内波动，在此区间内，期货价格不存在无风险套利机会，一旦市场价格超出了这个区间，投资者就可以通过套利行为纠正市场，使市场价格回归理性。因此，投资者可以根据期货、现货价格之间的关系，计算目前期货的理论价格，并与实际交易价格进行比较，判断期货价格是否合理。如果投资者对专业知识不熟悉，盲目投资，很有可能会增加自己的投资成本，导致不必要的损失。另外，对专业知识的生疏还有可能造成更为严重的后果。因为期货投资在交易机制、投资策略、资金管理等方面都与现货投资有着很大的区别，投资者必须对这些制度性的东西了如指掌，才能理性投资。例如，在股指期货市场，如果投资者对保证金制度、每日无负债结算制度没有一定的了解，盲目建立大量期货头寸，一旦看错方向，则很有可能会被强行平仓，遭受较大的损失。

其次，无论投资者参与期货市场的目的如何，风险控制都应该摆在首位。期货投资的一个重要特性便是杠杆作用，可以“以小博大”，这同时也使其具备较大的风险。因此，在期货市场，对风险的控制就显得至关重要。

一般来说，期货市场的投资者可以分为三类：套利者、套期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保值者和投机者。其中,套利者利用市场出现的套利机会,在纠正市场价格偏差过程中获利;套期保值者通过期货市场和现货市场相反头寸的交易来降低自身业务的风险;而投机者则通过推测市场的走向来获利,他们给市场提供流动性,给套期保值者提供对手方。可见,在这三类投资者中,投机者承担了最大的风险。因此,我国企业在参与期货市场时,提倡以套期保值为目的,防范过度投机行为。

在套期保值行为中,对风险的控制同样不能疏忽。例如,在进行套期保值时,企业要根据被套保资产的多少及套保资产和被套保资产之间的相关程度确定持仓头寸的大小。头寸过大,套期保值行为将转变为投机行为,增加了风险;头寸过小,又不能很好地实现套保功能。这点在股指期货中表现得较为明显,这是由于股指期货的现货涉及多只股票,一般投资者进行全部跟踪的可行性不高。因此,对现货投资组合和股指期货之间的相关系数的计算显得尤为重要,风险控制难度也较高。

总之,伴随着我国期货市场的大力发展,企业应该不断提高自身的风险意识和技术水平,将期货市场的应用提升到较高层次,学会利用期市产生的价格信号把握行业景气的时机,同时又能够适时地利用期市规避风险,以真正做到同时增强市场竞争力与最小化市场风险。

参考文献

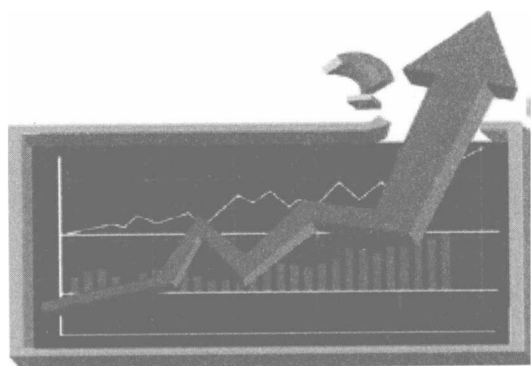
[1] 杨速炎.中盛粮油折戟美国期市.金融经济,2005.

[2] 李文科.海外套保巨亏直指监管软肋.财经时报,2005.

[3] 赵彤刚.中盛粮油演绎美国版“中航油”事件.中国证券报,2005.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三部分
案例链接



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴林银行事件

从“巴林事件”看衍生交易的风险管理

（巴曙松 《中国证券报》 1995 年 4 月 15 日、17 日）

进入 1995 年以来,国际金融市场动荡明显加剧。继墨西哥金融危机及持续至今的美元危机之后,2 月 27 日英国老牌皇家银行巴林银行的倒闭,引起全球金融界的广泛关注与反思。

巴林银行倒闭的主要原因,是该行新加坡分行的交易员里森①越权进行投机性金融衍生交易所致。巴林银行事件尚在进一步调查审理中,但金融界已开始广泛地反思导致事件发生的原因及应吸取的教训。

一、问题出在风险管理,而不在金融衍生交易　金融衍生商品是由不同的远期、期货、期权组合而成的。之所以称之为“衍生”,是由于其价值是由一些基础性工具(如利率、汇率、股价、股价指数等)派生出来的。它通过合约保证金的巨大杠杆作用,可以进行套期保值以转移价格风险。因而对正常的商品经济活动是十分有利的。但是,如果衍生交易脱离了保值的初衷而成为单纯的投机行为,风险是极高的。巴林银行事件显示出,这种高投机性交易甚至可以使一家正常经营 200 多年的银行一夜之间倒闭。

也正是由于金融衍生交易所具有的投机功能,在总结巴林银行事件的教训时,舆论倾向于揭示衍生交易的莫大危害。事实上,进一步

---

① 里森(Nick Leeson),前译利森。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的分析显示出，问题出在风险管理，而不在衍生交易。"水能载舟，亦能覆舟"，衍生交易的高风险性，必然需要严格的风险管理，否则就会酿成灾难。

金融衍生商品的交易，是在金融创新的浪潮下涌现出来的，难免带有风险性，但不能将其误解为一种"金融赌博"。理论上说，两个不同的市场参与者对风险的判断不同就会产生交易。如果这种带有风险性的交易均被视为不良的行为而予以禁止，那么所有货币市场、资本市场外汇市场以及其他各类金融市场恐怕都要关闭。风险性交易并不可怕，可怕的是金融界缺乏一套严密的进行风险管理的制度与办法。这从巴林银行事件中可以得到明显的印证。

二、银行对衍生交易的风险管理需要反思　在银行内部，衍生交易的风险是能够控制的。一般说来，每一位交易员都会有其授权头寸，要超过头寸限制必须得到上级的批准。如果个别交易员擅作主张，跨越内部授权标准，系统会自动对其上级提出警告。但是，由于里森既负责前台(front office)的交易，又负责后台(back office)的监督及检查，使得巴林银行的风险控制系统失灵。这就使里森在前后一个月的时间内，在没有监督的情形下轻而易举地越权完成了 270 亿美元的投机交易，给巴林银行造成巨额损失。

银行对于自身所从事的衍生交易，应该有严格的风险评估机制，以便有效地控制风险。巴林银行多年来一直从事风险较低的对冲交易，也就是同时在大阪交易所及新加坡交易所买卖同一种期货合约，赚取其中的差价。由于国际金融市场上差价很小，所以必须大量买进及卖出，才能赚钱。巴林一向在大阪交易所作空，在新加坡交易所作多，虽然买卖金额高达数百万甚至数十亿美元，但两相抵消，风险极小。但里森在此次交易中却在两个交易所同时买入期货，使原来风险较低的对冲交易变成了高风险的投机交易。

银行对于自身的资产负债状况，应该根据市场状况及时予以调整，否则就有可能招致巨额损失。据报道，巴林银行的灾难在九个月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前就因里森的亏损而露出蛛丝马迹。但巴林管理层在审查了这些情况后却未采取相应措施。里森利用虚假户头进行高风险性的衍生交易，必然导致巴林银行资产负债表中或有资产的不正常增加。如果及时予以核查，有可能防患于未然；如果巴林银行能够每日及时按市场状况对衍生交易进行核算以控制风险，或许就不会走向倒闭的深渊。

三、期货交易所在衍生交易的风险管理中处于重要地位 巴林银行的倒闭，除其内部缺乏风险管理机制外，日本大阪证券交易所缺乏对衍生交易的风险管理也是一个极为重要的原因。大阪证交所一向被国际金融界视为投机性交易的天堂，原因是它提供了助长投机的条件：没有必要的市场监管、没有持仓量的限制，不要求交易者证明其大量投资已进行对冲。这种缺乏风险管理的市场条件，使里森高达数百亿美元的高风险投机成为可能。与之形成对照的是，美国证交所的风险管理意识则严密得多。早在 1994 年美国纽约证券交易所根据其了解的情况，严厉批评巴林(纽约)管理混乱，要求巴林银行在四个星期内作出改善，否则终止其经营。美国证交所严格的风险管理，也许正是巴林破产起因于日本而非美国的主要原因之一。

四、加强一国乃至跨国中央银行对衍生交易的风险管理能力势在必行 中央银行承担着一国金融稳定的重要责任。但是，在全球衍生交易迅速膨胀的今天，各国中央银行对其进行风险管理的能力明显不足。巴林银行内部管理的混乱，英格兰银行始终未能发现。甚至在宣布对巴林银行进行清算的前两天，巴林银行依然被视为英国金融界管理最好的中等银行。巴林曾由伦敦向新加坡调入相当于资本两倍的巨额资金，明显违反了英国在 1987 年颁布的银行法例，英格兰银行依然视而不见。在巴林事件发生后，由于英格兰银行一直缺乏对衍生交易进行风险管理的理论准备和实际经验，因而尽管反应迅速，依然回天乏力，眼睁睁看着巴林银行落入他人之手。

巴林银行事件使各国中央银行纷纷采取措施。美国金融当局表示将进一步加强对期货交易的监管，拟要求持有大笔美国期货及期权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的交易商，如果他们同时在外国市场持有大笔期货，就必须申报。

引人注目的是，当前全球金融市场一体化已发展到相当程度。但各国中央银行的监管只能以个别国家为立足点，在操作中，面对国际金融市场及国际化金融机构却是鞭长莫及。显然，现在已是各国共同探讨对全球衍生交易进行风险管理的时候了。

“巴林”案件知多少

（王子诊 《中国证券报》 1995 年 3 月 29 日）

英国最古老的商业银行巴林银行因一年轻职员在交易中作弊而宣告倒闭，在全球金融市场引起一场风暴。随着时间的推移，它引起的震撼会逐步减弱，但它的教训发人深省。

虽然巴林银行是欺诈性交易的最大受害者，但绝不是唯一的受害者。

上个月，美华银行称由于一个外汇交易人员为掩盖墨西哥比索交易中的亏损而造假账，致使银行损失 7 000 万美元。

去年 4 月，基德尔·皮博迪公司一名职员把并不存在的交易打入公司电脑系统，制造了账面上 3.5 亿美元的交易盈利，他自己分红利 900 万美元，而实际上该职员交易亏损 1 亿美元。美国证券交易委员会已决定对其提出民事诉讼。

1991 年上半年，所罗门兄弟公司的政府债券交易部主管莫泽未经授权擅自使用他人名义购买国库券，同年 8 月，问题暴露后公司被罚款 2.9 亿美元。

1987 年，美林公司抵押证券交易部主管鲁宾由于未向公司报告而投资高风险的抵押证券，给公司造成 3.77 亿美元的损失。

证券市场专家认为，这类问题频频出现的原因是多方面的：一、交易人员的报酬方式。交易人员一般根据所赚的利润提成，这种报酬方式很容易培养冒险精神，促使交易人员从证券市场的规则中钻空

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

子。二、交易人员过分自信。三、公司对自己的交易人员缺乏监督制度。四、金融市场上的代沟。一些负有监督责任的、年长的公司主管和高级职员由于对新出现的复杂的金融工具不甚了解，往往对年轻的富有冒险精神的具体交易人员采取放任态度。五、新型金融工具，尤其是衍生工具的大量出现，使金融市场的成交量和速度迅猛增加，但风险也随之扩大。

因此，美国证券专家认为，在政府进一步完善法规的基础上，公司加强内部监管可能是对自身的最好保护。

巴林事件肇事者里森

（《证券时报》 1995 年 3 月 2 日）

今年 28 岁的巴林事件主角尼克·里森，是巴林银行在新加坡的期指交易经纪，现在成为全世界最受注意的焦点人物。

英国警方目前正在通缉里森，估计他与妻子目前已离开了新加坡，可能在马来西亚。英国财政大臣克拉克说，尼克·里森会被控诈骗罪。

里森的所作所为，使具有 230 多年历史的巴林银行几乎倒闭，全球金融市场受到影响。他究竟是怎样一人？里森的同事都说，他是个很自信、很有雄心大志的人，他追求富有，声言 50 岁要退休。一名日本金融经纪说："他给人的印象是充满信心，总是使人感到难以击败他。"

里森的一位同学形容他性格开朗愉快，对人友善，喜爱足球。

里森三年前到新加坡，任职经理，负责巴林银行在那里的金融投资，年薪 20 万英镑，不包括红利和佣金。

他个人每年为巴林银行赚 6 000 多万英镑，获得 200 万英镑左右的佣金。去年，他通过衍生工具投资所得的红利超过了 87 万英镑。

比起他的父亲，一个操劳一生的泥水匠，里森应说得上暴发了。

"工人家庭出身，学历普通，一个极平常的人，摧毁了英国老牌且

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

享有声誉的银行。”英国传媒说。

据新加坡《海峡时报》报道，新加坡国际货币交易所(SIMEX)的经纪说，前额微秃、身材魁梧的里森待人有时趾高气扬，有时亲切友善。

他们对《海峡时报》记者形容里森是个“重要人物，经手的都是大交易”。

一家日本经纪行的一名交易员说：“这件事发生之前，我们个个都认为他是战无不胜的。他表现得才华卓越，信心十足。”

市场传言去年里森获得超过 200 万美元的花红，甚至有人猜测他的花红数字高达 500 万至 600 万美元。此外，据说他年薪 30 万美元。

以一个上星期六才年满 28 岁的青年来说，这是非常了不起的成就。里森就在 28 岁生日之前一天失踪，当天他没有到银行上班。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

住友铜事件

住友铜丑闻曲终　瑞银支付住友 8 600 万美元

（《中国证券报》 2006 年 4 月 11 日）

瑞银日前表示，同意支付 8 600 万美元给日本住友商社，就后者提出的涉及 1995～1996 年铜相关交易的诉讼达成和解。

作为当年住友从事铜期货交易的经纪商，瑞银在住友铜丑闻爆发后，于 1999 年遭到住友“允许未经授权的错误交易”的指控。

1995～1996 年，号称“百分之五先生”的住友商社交易员滨中泰男，在未经过住友商社授权的情况下，通过瑞银等经纪商在伦敦金属交易所大量做多铜期货。在对冲基金“狩猎”及美国商品期货交易委员会的压力下，铜价暴跌，致使住友商社损失高达 40 亿美元。滨中泰男随后于 1996 年被日本警方逮捕，1997 年接受审判，最终的罪名是欺骗和伪造。

投资者起诉经纪商的例子并不罕见。1993 年下半年，智利国有铜矿 Codelco 公司的交易员在伦敦的期货交易中，给公司造成 1.75 亿美元损失。1995 年底，Codelco 公司经过长达两年的内部调查后，在伦敦起诉了两家伦敦金融交易所的经纪商。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法国兴业银行事件

法兴大亏损启示：内部风控须铁腕执行

（《上海证券报》 2008年1月30日）

巴林银行非法交易案亏损14亿美元并导致巴林银行破产，法国兴业银行近日又发生亏损71亿美元的悲剧。这两件相隔10多年的事，有着惊人的相似之处：一、都是在金融衍生品市场中翻了跟头；二、给这两家国际大行造成灭顶之灾的不是什么大人物，而是两个交易员；三、这两个交易员的共同问题都是交易活动超过了自己的授权许可；四、他们的错误行为一直得不到及时的发现，最终导致一发不可收拾。

金融衍生品市场确实是一个高风险的市场，但从金融衍生品市场产生和发展的动因来看，恰恰是为了管理金融市场中的风险。

那么法国兴业银行的亏损到底是什么原因呢？是内部风险控制系统的缺失和形同虚设。这两个交易员为什么可以超出自己的授权进行非法交易？为什么发生了问题后，公司不能及时发现？

交易员之所以有机会超出权限进行交易，是因为这些企业对金融衍生品市场的风险熟视无睹，只看到金融衍生品市场的高收益，而忽视了高风险，忽视了对风险的认识与管理。这几个交易员以前往往有得手的违规操作经历，这些经历让这些交易员盲目自信，甚至使管理人员对这些交易员持迷信的态度。如里森在1995年出事前，仅在1994年上半年，就为巴林银行攒取了3 000万美元的利润，被奉为“交易神童”。

超出权限交易，或因为默许，或因为监管不力。法国兴业的交易员凯维埃尔，实际上自己就是监管者。据报道，他曾经在法国兴业银

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行的安全控制部门工作过，他利用在安全控制部门的工作经历和获得的知识来逃避监管，用编造的交易掩盖他的非法交易活动。

堡垒的倒塌往往来自内部。法国兴业银行事件对股指期货的参与各方，特别是证券公司和期货公司的内部风险管理和控制体系敲响了警钟。备战股指期货，应该将完善内部风险管理系统作为一项具体而重要的工作去抓。

一是要建立一支股指期货业务开发和风险管理团队，明确各业务岗位和风险管理岗位的职责。

二是要建立和健全内部管理体系和严格的内部管理流程。包括密码重置在内的所有流程和模式均要有严格的操作规范，对银期转账、出入金管理等关键流程更要有严密的规定。

三是要借鉴境外期货公司的管理模式，引进 VaR 管理技术，对每个风险点进行量化管理；在管理体系上实现金字塔型的“竖线管理体系”，自上而下，对风险点层层分解，最后在量化的基础上落实到每个业务操作员上。

四是交易所应该在联保制度的基础上，加强对期货公司内部管理制度和财务状况的巡回检查和定期检查，真正做到万无一失。

法兴 49 亿欧元巨亏真相与启示：一个人的黑客帝国

（《中国证券报》 2008 年 2 月 18 日）

一个年仅 31 岁的交易员如何构建了庞大的“黑客帝国”，将老牌欧洲银行法兴银行拖入巨亏深渊？

杰罗姆·凯维埃尔①，这个通过虚构期货交易、隐匿天量投机头寸的“魔鬼交易员”留下许多待解之谜。

偷天陷阱

一家中资银行的市场风险主管说，“我想目前连他们自己也不知

① 杰罗姆·凯维埃尔(Jerome Kerviel)，前译热罗姆·凯维埃尔。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

道这一切究竟是怎么发生的?”一周前,他见到了法国兴业银行中国区的管理团队。

这家有着150年历史的老牌欧洲银行在2008年1月曝出巨额交易欺诈丑闻。一个名叫杰罗姆·凯维埃尔的欧洲股指期货交易员在两年时间里伪造了500亿欧元的期货交易,给法兴银行带来49亿欧元的损失。东窗事发后,为了稳住市场信心,法兴在开展调查的同时,启动了在世界各地的“紧急沟通机制”,一一拜访客户。

这样一个“偷天陷阱”究竟是如何挖掘的呢?

2000年,23岁的杰罗姆进入法兴。随后5年,他一直在银行内部不同的中台部门工作。所谓“中台部门”就是管理交易员的机构,这个工作机会让他得以深入了解法兴集团内部处理和风险控制的程序以及步骤。2005年,他成为银行风险套利部门的交易员。从此,杰罗姆像蚂蚁一样,开始构筑他的“期货投机帝国”。

在套利操作中,杰罗姆先是建立一个投资组合A,包罗主要针对欧洲主要股票市场指数变化为基准的金融工具,例如德国DAX指数、英国FTSE指数等。到2008年1月,此类期货交易的账面金额高达500亿欧元。

以杰罗姆的资历,他根本无法得到如此巨大的交易授权。然而,杰罗姆虚构了另一个投资组合B。从表面上看,A、B相互对冲。“这样,体现出来的风险仅仅是非常低的余值风险,凭借这种方法,他隐藏了数额巨大的投机性头寸。”法兴集团相关负责人说,在中台5年的工作经验被杰罗姆派上了用场。“他利用自己在操作控制系统上积累的知识,躲避了控制系统的检查。”而这些控制系统正是用于审核交易员所完成的操作行为的真实性和有关特性。

如果不是2008年1月18日,一笔涉及300亿欧元德国股指期货交易(Germany's Dax index)引起了集团管理人员的警觉,杰罗姆现在也许还在挖掘这个“偷天陷阱”。在这笔交易中,他的同事发现,交易对手巴德尔银行(Baader Bank)只是一个规模中等的德国做市商,根

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本不可能从事数额如此巨大的交易。也正是在这一天，一个专门调查小组成立。1 月 26 日，法兴集团向公众发布一份简要的调查报告，49 亿欧元巨亏浮出水面，市场一片哗然。

法兴亚太区企业传讯部总监田乐汉这样形容杰罗姆："他就像一个黑客侵入了法兴的安全系统。"根据法兴的调查，杰罗姆采取的手段包括盗用操作人员管理的 IT 系统权限，用于取消特定的交易行为；伪造虚假操作的数据。法兴集团主席丹尼尔·布通①这样形容杰罗姆："他是一个欺诈的天才。"

悬疑重重

这个"天才"究竟是如何逃过内控系统的法眼？曾经参与《巴林银行倒闭真相经验与教训》一书翻译的中国农业银行内审处处长董文海说，法兴案最让他感兴趣的地方是，内控到底出了什么问题？

1995 年巴林银行因交易员里森违规交易造成 22.1 亿新元亏损而最终倒闭。不过和里森相比，杰罗姆实在太普通了。当年里森的行政职务在巴林银行新加坡期货公司位居第三，身兼前台首席交易员和后台结算主管，权力非常大，公司几乎无人能对其进行制约和监督。而杰罗姆仅仅是一个普通的欧洲股指期货交易员。因此，一些人怀疑这恐怕不是杰罗姆一个人的"黑客帝国"。

"是不是存在合谋呢？"董文海说，只要了解衍生品交易的人都会怀疑，这起交易仅靠一个交易员就能瞒天过海达两年之久？而且，杰罗姆并不是一个明星交易员，他是怎么获得这样大的交易授权的？

被拘捕后，杰罗姆供认，他的主管对这些交易知情。杰罗姆的律师在辩护中称，将杰罗姆的所作所为称为欺诈是不合理的。"如果所有的人都对此知情，所谓的欺诈从何谈起？事实上，他从事的交易旨在给银行赚钱，自己并没有从中牟取一分一厘。"

杰罗姆虚构巨额交易的目的究竟何在？里森当年搞垮巴林银行

---

① 丹尼尔·布通(Daniel Bouton)，前译布东。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的 88888 账户似乎能给我们一些思考的线索。88888 账户有三个特征，头寸数额一开始就很大，并且增长很快，事发时头寸额大得惊人；其次，交易没有对应头寸的对冲，这使得巴林银行即使在很小的市场波动下，也可能蒙受巨大损失；最后，88888 账户设立的主要目的在于为巴林银行集团其他账户创造虚假的盈利。在 1995 年的头两个月里，巴林证券（日本）有限公司的利润因此被夸大了 18 亿日元。因此，尽管巴林集团反复强调 88888 账户是一个未经他们授权的账户。但是，几年来源源不断为该账户提供保证金的做法，让"不知情"的托辞在事后调查中无法站住脚。

杰罗姆的手笔和里森当年的 88888 账户有神似之处。在次贷危机席卷全球的背景下，一些投资银行家猜测，杰罗姆虚构的投资组合 B 是否和 88888 账户一样，旨在制造利润的泡沫？但是，法兴的律师提供了另一种说法。François Martineau① 称，杰罗姆在 2008 年进行的交易主要是为了掩盖 2007 年赚的钱（约 14 亿欧元）。2008 年 1 月，法兴投资银行事业部的总监 Jean-Marie Mustier② 和他的 15 个同事一起对杰罗姆进行了长达 9 小时的质询。"也许他希望通过这些虚拟的交易把 2007 年赚的钱都赔进去。" Jean-Marie Mustier 说，为此，杰罗姆延迟了 14 亿欧元交易利润的清算。各种说法扑朔迷离，但从事件本身来说，法兴集团内控机制的缺陷成为置疑的焦点。

500 亿欧元的交易究竟是怎样逃过监管雷达的？1995 年里森案中虚构的 88888 账户，巨额保证金是调查焦点。巴林银行倒闭后，如何严密监控交易员资金需求和账面不符的问题成为巴林银行倒闭的重大教训，引起了全球金融界的反思。不过，杰罗姆巧妙地规避了这个问题，他虚构的交易往往不带有任何包括现金流动、保证金追缴要求以及那些需要得到及时确认的操作行为。此外，为了规避相关审

① 弗朗索瓦・马蒂诺。
② 让-布埃尔・米斯蒂耶。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

查，他确保每次虚假操作中使用另一个不同于他刚刚取消的交易中的金融工具。

尽管手段高明，此案仍然疑点重重。中银国际首席经济学家曹远征说，让他百思不得其解的是，投资组合 A 的头寸高达 500 亿欧元，难道银行没有止损机制吗？此外，投资组合 B 虚构的交易为何能够存在达一年多之久。“至少在年终决算的时候，应该可以查出账面不符的问题吧？”曹远征说。

法兴集团有关负责人承认，杰罗姆高明的作案手段之所以得逞，的确是钻了公司内控的空子。其中有两大盲点让这个“魔鬼交易员”得以瞒天过海。首先，银行把监控点放在交易员的净头寸上，杰罗姆在投资组合 A 的交易账面额尽管高达 500 亿欧元，但是公司的监控系统并没有对套利“单边”交易的总头寸进行限制，通过虚构投资组合 B 对冲 A，净头寸很轻易地就躲过了监控雷达。其次，欧洲交易所提供的是汇总后的数据，而没有细分到每一个交易员的交易头寸数据。

对中国的启示

对于中国金融界来说，法兴事件带给我们的不仅仅是完善内控机制的思考，法兴的危机处理手段以及业务多元化在危机中发挥的作用都值得借鉴。

事实上，法兴作为衍生品市场的领头羊，拥有非常严密的风险管理体系。2006 年笔者曾赴巴黎考察该公司总部，环环相扣的内控体系让人印象深刻。从组织架构上看，法兴集团主要通过风险管理部、内审部和稽核部全盘管理各类风险。此外，直接向董事会汇报的审计委员会由 4 个人组成，其中 3 个独立董事负责风险控制，至少 2 000 多名员工担当“内部警察”的角色。遗憾的是，天网恢恢仍然有漏。

中国银行全球金融市场部谭雅玲说，“再完善的规则也要靠人去实施，在加强合作建设的同时一定要注重人的素质。”

大多数被采访的金融界人士都认为，考虑到中国衍生品市场发展状况，中国的“杰罗姆”和“里森”近几年都不太可能出现。但一家中资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银行稽核部主管认为，杰罗姆和里森通过做假账拆东墙补西墙，一赌到底的做法，和一些银行违规经营、私设账外账的问题异曲同工。如果银行内部的业务主管和监督部门不履行职责，再先进的风险控制系统和制度都将形同虚设。

在综合经营提速的背景下，银行管理人员是否具备相关金融知识也决定了风险管控能力的高低。一家外资银行风险委员会成员说，"在进行风险管理的时候，我们往往会因为对一些金融工具和交易不了解，忽略了一些风险隐患。"正在加速推进综合经营的中国银行业无疑也将面临这样的考验。

尽管遭受的损失远远大于巴林银行，但法兴的应急措施也许让它免于巴林银行的悲惨结局。曾经参与巴林银行倒闭真相调查的新加坡普华永道会计师事务所陈运琼总结道，"1995 年 1 月底虽然巴林银行已经产生了巨大亏损，但只是最终亏损额的四分之一。如果 1995 年 2 月及时采取行动，巴林银行集团可能避免倒闭。"

法兴在 1 月 18 日发现杰罗姆交易欺诈苗头后采取了系列措施，将损失降到最低。其中包括，在 1 月 20 日查明杰罗姆所有的持仓信息，并在随后的三天里平仓违规交易。法兴在操作中谨小慎微维护市场信心的做法也值得借鉴。措施包括，将平仓的交易量控制在 10%以下；迅速成立专案调查小组，并引入外部审计，向外界公布调查进程，树立公开、透明的形象，避免投资者出现恐慌；旋即启动连带优先认购股权资本充实方案，增资扩股筹资 55 亿欧元。

当然，一切还需要靠数据说话。危机发生后，法兴公布了未经审计的财务报表，在扣除次贷危机和杰罗姆因素后，集团净利润为 9.47 亿欧元；法兴还按计划实施了对俄罗斯 Rosbank 多数股权的收购，力挽持续下泄的市场信心。多元化业务在危机中发挥了巨大作用。和巴林银行单一的业务格局不同，法兴业务涵盖个人零售银行、投资银行以及资产管理相关服务。其中投资银行是集团利润主要来源。法兴集团亚太区企业传讯部总监田乐汉说，"尽管今年投资银行出现了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亏损，但其他业务部门的强劲增长弥补了这块损失。”

“不把鸡蛋放在一个篮子里。”对于主要靠“利差”盈利的中国银行业来说，法兴是一个活标本。

法兴丑闻再引反思　金融机构是否真有吸取教训

（《中国经营报》 2008 年 2 月 16 日）

金融衍生品交易，是金融业如今利润丰厚的金融工具之一。凭借它的超额利润累积，法国兴业银行（以下简称“法兴银行”）可以成为世界银行业在这一领域的佼佼者；也正是因为它的巨大风险，一大批全球著名金融机构在过去 20 年中频遭巨额损失。其中最知名的案例，当属英国巴林银行事件。

1995 年 2 月，英国历史最悠久的巴林银行派驻新加坡的交易员尼克·利森“未经授权”大量购买走势看好的日本日经股票指数的期货，但没想到指数不升反跌，导致巴林银行亏损 14 亿美元，一下陷入破产境地。当时整个巴林银行的资本和储备金只有 8.6 亿美元。最终，巴林银行以 1 英镑名义价格“贱卖”给荷兰国际集团。

如今，法兴银行违规操作丑闻的披露再次引起人们对金融安全的反思。十多年来，金融机构真的吸取教训了吗？

从监管方到交易方

对比巴林事件，英国《金融时报》记者约翰·盖珀①在法兴银行事件中看到了许多相似之处。

首先，两起丑闻中，都是由一名年轻职员从事负责套汇交易这样的低风险交易，但在监管层不知情的情况下逐渐购入大量没有对冲合约的期货，给银行带来巨大风险。

其次，两人的违规情况存在时间都相当长。巴林银行最终曝出 14 亿美元亏损时，利森名下一个数字为“88888”的账号已经存在两年时

① 约翰·盖珀(John Gapper)，又译约翰·加普。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间;而法兴银行的凯维埃尔事后被发现从 2005 年就开始从事违规交易。凯维埃尔在法国检察机关调查时称,银行内部未经授权的交易现象"普遍存在",只是其他交易员动用的金额相对较小而已。

再次,两起违规事件造成的巨额亏损中,大部分发生在曝光前的最后时刻。巴林银行亏损的 14 亿美元中,大部分发生在 1995 年 1 月日经指数暴跌时;法兴银行案例中,凯维埃尔的账面亏损随着银行急速清仓而骤然增加。也就是说,如果银行能够尽早发现问题,理论上尽可能挽回巨额损失的几率就会增大。

此外,除了可能对自己年终奖产生影响外,利森和凯维埃尔似乎并没有在这种"豪赌"中直接获得个人利益。

最后,也被认为是最致命的相似点,就是两名违规交易员的角色转换。最初,两人都在银行监管交易的内勤部门工作,利森因解决清算问题的出色能力受到上级提拔,开始负责交易业务,而凯维埃尔则得益于银行鼓励发展内勤人员的政策成为一名交易员。

这样,交易员可以在违规操作的同时,运用他们长时间在监管部门的工作经验予以隐藏。这就相当于,一名长期从事侦查工作的警察,突然成为作案者,而他的反侦查能力使其他警察难以发现他的行踪。

比如,凯维埃尔在买入金融产品时,刻意选择那些没有保证金补充警示的产品。这样一来,风险监管经理很难发现他的账户或交易情况异常。

银行承认,风险经理曾数次注意到凯维埃尔投资组合的异常操作,但每次他辩称这只是交易中常见的一个"失误",随即取消这笔投资。法兴银行高层主管穆斯蒂尔①说:"但实际上,他换了一种金融工具,以另一笔交易替代了那笔被取消的交易。"

国际金融研究公司 Celent 的高级分析师阿克赛尔 · 皮埃容说,在衍生品交易市场,交易部门和监管部门之间的界限并没有其他银行业

---

① 穆斯蒂尔(Jean-Pierre Mustier),前译让-皮埃尔 · 米斯蒂耶。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务领域那么严格，让员工从监管一方转入交易一方虽然情况不多，但并没有被银行规定所禁止。这在一定程度上为违规丑闻埋下了隐患。

多层防护百密一疏

如果从法兴银行的监管制度上分析，违规事件则暴露出银行风险管理系统与内部审计系统之间的协调性漏洞。

《金融时报》援引资深衍生品交易人士的话说，传统意义上，从事金融衍生品交易的银行往往通过风险管理系统和内部审计系统来防范可能出现的违规情况。

风险管理系统的职能，是从交易风险系数角度审查交易员买卖的合约是否安全，但只要合约本身能通过对冲平抑银行风险，交易员的行为就不会引起这一系统的警示。

与此同时，内部审计系统负责审查交易员买卖合约的真实性，以及对冲合约是否得到清算。

在凯维埃尔涉及的违规交易中，他通过使用其他银行雇员的账号和密码进入系统，秘密批准自己伪造的对冲合约。这样，就突破了风险管理系统第一道关。理论上讲，如果内部审计系统此时发现凯维埃尔交易账号中一些对冲合约未交割，并引起适当注意，那么违规事件被发现的可能性就会增大。

然而，一些衍生品交易人士认为，由于银行平时处理的未交割衍生品交易订单数量巨大，单笔买卖很可能没有引起有关方面注意。

此外，由于衍生品交易部门给法兴银行创造的利润相当可观，大约占到整个银行利润的三分之一，这种高高在上的地位也可能使内部审计系统在审查合约时难以提出质疑。一些银行业人士就表示，在法兴银行，衍生品交易部门面对审计部门监管时享有的自由度，要远大于许多在美国和英国的银行。

从事衍生品市场研究的《约翰·洛锡安①报告》总编辑约翰·洛

① 约翰·洛锡安(John Lothian)，又译约翰·洛西恩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

锡安认为，从外部环境讲，欧洲衍生金融产品交易所 Euronextliffe 肯定会对凯维埃尔大笔购入股指期货合约的行为有所察觉，但也许是认为法兴银行平时的业务量巨大，所以没有就一名交易员如此大金额的交易行为向银行方面征询意见。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

苏州红小豆事件

苏州红小豆为什么炒“糊”了?!

(《中国证券报》 1996 年 1 月 10 日)

昨日,中国证监会发出通知,禁止推出苏红豆新合约上市,火红的红豆终于被炒糊了,究其原因,通知中很明确地指出,苏红豆合约和有关交易规则还不成熟。判断一个期货合约是否成熟,其关键依据在于该合约是否能起到价格发现和套期保值的功能。较大的成交量,是价格发现和套期保值的前提,但绝不是合约成功与否的标志。

苏州红豆市场前一阶段的交易,一定程度上其实否定了期市价格发现的功能。512 合约与 602 合约,尽管一个是陈豆,一个是新豆,但其价差超过 1.5 倍以上,无论如何有点离谱。可以肯定的是,这已决不是现货市场上两个时期陈豆与新豆价格的反映。苏州红豆市场前一阶段的交易,一定程度上也失去了期市套期保值的功能。在拥有陈豆和新豆(或许是两者混合的红豆)的现货生产、经营者看来,新豆价格到 4 300 元/吨时,自己手上的现货已经可以大赚一票了。于是他们在期市上勇敢卖出保值,其结果,自然是众所周知的了:他们遇到了实在太大的套期保值风险。

苏州红豆合约不成熟的根本原因,在于合约设计上交割条款的不合理性,以及持仓限额的过分巨大。由于陈豆不能交割,新豆又较短缺,在可以较大量持仓的情况下,市场发现的价格便不能反映作为所有现货一部分的、生产和消费用的新豆的价格。这样便出现了价格发现失败和套期保值失败的现象。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

苏州红豆合约的交易情况表明，在合约设计不合理的情况下，市场会产生一种过度投机的现象。这种过度投机并非就是违规投机。每个交易者均合理合法参与交易，但市场却呈过度投机的现象，并产生一定的危害，需要加以防范。

应该指出的是，我国期货市场中合约设计不合理的现象并非独此一家，价格发现失败与套期保值失败的情况也时常出现。各大交易所有必要以苏州红豆合约为鉴，不断改进合约设计，以促进期市功能之发挥，推动交易所的健康发展。

红豆吃"红牌"了

（《上海证券报》 1996 年 1 月 9 日）

编者按：昨日中国证监会发出《关于苏州商品交易所不得推出新的月份的红小豆期货合约的通知》，旨在维护期货市场的稳定，保证期货市场的健康发展。为此，本报特邀一些期货界业人士就此发表看法。

同业当引为借鉴（上海众生期货经纪有限公司　霄汉）

新年伊始，证监会就采取断然措施，对苏市红豆清理整顿，显示管理层对正处于发育和完善中的国内商品期货市场的监管力度和决心。

证监会《1.8 通知》的执行，势必对苏市 9602、9604 及 9606 等合约的走势带来根本影响。苏市诸月过高的红豆期价将逐步回落，苏商所有可能也会采取协议平仓的办法。但无论如何，受压迫已久的空方必是政策的最终受益者而得到补偿。

炒作恶果谁来吞（上海证联投资咨询公司　刘仲元）

近一个月的红豆单边市充分表明了目前我国期市中过度炒作问题的严重性。从发展趋势看，单凭现有的交易规则还很难扭转这种恶炒劲头，在这种时候，证监会发出通知，对于抑制过度投机是非常必要和及时的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《通知》出台后，可以料到，由于杜绝了再投机的可能，价格必然暴跌，炒作恶果谁来吞，必将是那些在高位上敢于做多的“勇士们”。但交易中的政策风险本身就应是市场风险的一部分，这本是每个投机者入市前就应懂得的道理。抱怨只能说明风险意识还是少了些，投机意识浓了些。

更何况这次的《通知》并没有堵掉套期保值者们的后路，想要豆子和想抛豆子的可以不平仓，到交割日交割，其合理性是明显的。

通知出台　跌势难免(上海华园投资咨询有限公司　其实)

中国证监会发出通知，再一次使投资者看到了管理层对期货市场的监管力度。

笔者在上周的《上海证券报》“热门透视”中曾经提过对于小宗农产品期货，只要资金充沛，永远是投机的多头单边市，尤其像年产量只有10万多吨的红小豆，其投机性更强，逼仓的风险时时存在，管理层如不对此加以监控，期市的价格发现及保值功能更是无从谈起。

当然《通知》的出台可能会使红豆价格产生较大的波动，但是，长痛不如短痛，只有让一些不成熟的期市品种逐步退出市场，才会使中国的期货市场进一步走向成熟。

红小豆价格可能会跌，但期货市场将会更趋理性，更趋成熟。

过度投机　自食苦果(浙江金安期货经纪有限公司　施建军)

苏红豆的恶性炒作使期货市场失去了其应有的保值和发现价格的功能。在红豆市场出现如此严重过度投机之时，证监会采取措施，对苏红豆实行“冻结”，应该说是非常及时和必要的，显示了管理层对期市过度投机行为的坚决打击之决心，虽然我们又失去了一个较好的期货品种，但只能说是咎由自取，而此举保护了我国新生的期货市场，也警告市场人士应理性操作，不能随心所欲地操纵市场。

在此通知的影响下，苏红豆的热度必然随之冷却，价位也将掉头向下，重新回归。另外，它也可能波及周边市场，影响绿豆等期货合约的价格走势和以后新品种的操作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从苏州红事件看中国期市

（《中国证券报》 1996 年 1 月 13 日）

中国的期货市场从无到有，从小到大，其发展之快，是世人所瞩目的。但同时，其不成熟、问题之多且复杂，也是无可回避的现实。最近苏州商品交易所的红小豆被"炒糊"事件再次说明了这一点。

然而，简单地通过苏州红小豆事件就认为期货交易等同于狂热投机，甚至进而怀疑是否还有必要发展期货市场，这种思路显然是不正确的。

期货交易是市场经济发展到一定阶段的必然的和必要的产物。记者曾经多次在上海金属交易所亲耳听到参与套期保值的企业盛赞期货交易给企业带来的好处。但同样显而易见的是，苏州红小豆事件的确从一个侧面暴露了我国期货市场目前存在的深层次问题。因此，不由人不深思一下，是不是我们的市场客观上存在着易于导致此类现象的因素呢？

一个期货市场由套期保值者和投机者共同组成，不可偏废。实际上，分散市场风险的功能恰恰是由活跃的投机者所承担的。但目前国内大部分期货交易所中套期保值者的分量与投机者相比，都严重失衡。保值盘的比例过于弱小。这种状况的产生有诸多原因，其中两个原因是不容忽视的。一是国内大部分企业产权不明晰，对市场机制的认识不足，缺乏市场风险意识和寻求回避风险的冲动。这就使得部分入市的企业和机构在交易中采取过激行为，以至于屡屡出现狂热的恶性搏杀甚至于意气用事的现象，严重干扰了市场秩序。另一方面，保值盘弱小也和期货市场没有提供良好的套期保值机制、合约设计有欠合理有关。目前市场上开发的品种，大部分是社会需求量不大、流通量过于狭小的商品，不能够满足众多的生产者和经营者套期保值、回避风险的需要。而小宗品种又有利于有一定实力的投机者凭借资金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实力操纵市场,控制价格,引发市场波动,不仅使套期保值不能实现,而且使期价和现价严重背离,失去了期市发现价格的功能。苏州红小豆事件和市场的这种现实状况不无关系。

机构资金的来源是一个常常引起议论的问题。有些机构用银行贷款来投机期市,银行和有关部门也缺乏有力的监管机制。而交易所的权限也不足以对此有所约束。另外,现货市场的不够发达,也制约了期货市场的健康发展。要解决这一方面的问题,有待于管理层和社会各方面的努力,有待于经济改革的进一步深化和现代企业制度的完善。而在解决后一类问题方面,有关人士认为在现实条件下还是有工作可做或能做的。首先,应努力开发和恢复一些与国计民生关系较大的大宗品种,这不仅有利于期市功能的正常发挥,也有利于抑制某些大户操纵市场、过度投机的现象。其次,各交易所可以制定一些有利于套期保值者进行保值交易的规章制度,鼓励企业入市进行保值交易。这一方面,上海金交所的做法是值得借鉴的。

只有在大批客观上有需要、主观上有认识的套期保值者队伍入市的前提下,期货市场的健康发展才能获得坚实的基础。相信随着市场本身的发展,有关法规的完善,以及整个社会主义市场经济的建立,中国的期货市场一定会进入良性循环轨道。

从“苏红事件”看期市发展

(《上海证券报》 1996 年 1 月 17 日)

苏交所红小豆期货价格持续近一个月的大幅上扬行情,最终以中国证监会强硬控制措施出台而告终结,这对于业内人士来说并不是一件轻松的事,有许多问题需要期货界好好总结反思。

从市场价格定位看,供求双方产生价格,任何一个价位都是市场选择的结果,都是合理的。但是,合理的价格只是针对市场本身而言的,它并不一定是理性行为的结果。非理性的市场投机也称过度投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机，尽管很难界定投机到何种程度才算是过度投机，但是，“苏红”近一个月的行情走势毫无疑问是过度投机所致，其判断的唯一标准是期市价格与现货价格发生了严重背离。1 月 4 日，“苏红”2 月份期约的收盘价格是每吨 5 478 元，4 月份期约的收盘价格是每吨 5 875 元，而现货价格是每吨 3 600 元左右。

由红小豆现象看，目前我国的期货市场尚处于试点发展阶段，各交易所的上市品种大多不够成熟，市场规模偏小，少数投机者的过度投机即可引致行情的巨幅涨跌。可以说，敏感的期货市场经不起风浪的袭击，发展到了被制裁的地步，无论对于广大期市参与者来说，还是对交易所的发展来说，都是一件不幸的事。

因此，规范管理、控制风险仍将是今后相当长一段时期内期货市场的主旋律。各交易所必须严格控制期市上的过度投机行为，严密监视巨额资金的突然流入或流出，对于大户通过分仓手法连续拉涨或打压期价的行为，要运用各种手段予以制止。

展望 1996 年，期货正在被越来越多的工商企业所认识，套期保值者也日见增多。中国的期市缺少的是套期保值者，缺少的是能够套期保值的大宗产品品种。不遗余力地推出新的上市品种并为广大投资者所认可和接受，仍是一项十分艰巨而艰难的任务。因此，在 1996 年，各交易所必定会更加重视新品种的推荐上市，也必定更加注重期市的风险控制。

皮之不存　毛将焉附

（《上海证券报》 1996 年 1 月 20 日）

近日，苏红小豆事件格外令人关注，针对苏交所根据其出台的[96]第 13 号文通知采取的应急措施，期市交易人士对此看法不一，可谓是“仁者见仁，智者见智”。笔者在此想陈略一下自己的观点。

在我们分析苏交所[96]第 13 号文之前，不妨先来假设一下其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他的解决方法。倘若交易所不加以干涉，则会使红小豆合约价格继续下跌，这不仅会引起市场风险，也可能会引起其他形式的风险。这势必会把交易所逼到一个承担风险的位置上，那么，交易所是否有能力或可能承担这一风险？抑或导致彻底崩盘？事实上，一旦崩盘的话，对市场各方来讲都是不利的。因此，维持市场的存在是第一需要，也是市场各方可以进行“对话”的市场基础。行政干预是必要的，问题是如何干预，以符合中国证监会 1 月 8 日的通知关于平稳过渡的精神？

根据中国证监会通知的精神，红小豆并没有全部立即停止交易，因而也就不存在清盘的可能性。在这种情况下，苏交所先实行强制平仓，将处于警戒线的持仓额降到一定的比例，这种方式势必会使市场多空双方原先市场利润的分配发生变化或转移，而空方认为这是有利于多方的措施。一般而言，多头希望尽快平仓，并为未轮到平仓而忿忿然；而空头则希望由市场决定其价格回落到原来位置。然而，当 1 月 18 日红小豆恢复交易后，价格却并未如空方原先所料，不跌反涨。

笔者认为，苏交所采取的是行政手段和市场行为相结合的办法，旨在维护市场大局，尽量兼顾各方利益，以达平稳过渡，重起炉灶的目标。其良苦用心，相信等到尘埃落定，各方冷静之后，自能体鉴。

然而，客观看来，争端至此，实无良策可令各方均感慰足。事实上，不论是多头还是空头，每一个主体的利益既有相通又有矛盾与冲突。如果都抱定自我利益，“寸土必争”，争端不息，则市场无宁，而皮之不存，毛将焉附？

看来解决争端，上策是各方让步，谋求共存；中策是强权手段，胜者为王，败者为寇；而拼死相争，玉石俱焚，乃下下策矣。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

天然橡胶 R708 事件

R708 多头操盘思路综述

（《期货日报》 1997 年 8 月 6 日）

海南天胶 R708 戏剧性的行情令多头主力异彩大放，在此，我们就其成功的操盘思路作一简单讨论。

1．暴跌背景下的 10 180 价区筑底扩仓。以 R706 多头主力迅速出局为前提，巨大能量的释放使 R706 期价一泻千里。受之影响，R708 合约亦大幅下行，至 5 月 21 日，期价再创 10 180 新低。此时，多头力量大举介入，持仓扩增 12 000 余手，其后数日，持仓量更是成倍扩增，至 6 月 5 日，持仓剧增 10 万余手。在如此短的时间内大规模扩仓，反映出市场已积聚巨大的抗跌能量，而期价亦飚升 1300 余点。在此之前，除 R608“逼空”外，“空军”以握有现货为资本在市场纵横捭阖，如鱼得水，而多头主力则凭借雄厚的资金实力和适宜的操盘技巧站稳脚跟。在 R703、R704、R705 和 R706 上，多头主力以双向开仓来对待巨大的实盘压力。可谓一明一暗、松紧适宜。明以巨仓列阵，立场分明；暗则可调整换手，谨慎反水，适度控制。R706 上，多头几次拉抬虽都显得力不从心，但实际上，这已经反映出多头主力欲放力拉抬的意愿。日后的期价下行，乃是多头受 R706 所剩交易时间较少影响，自平多仓所致，而其亏损则由对锁的空仓换回。而多头在 R708 上迅速大规模扩仓拉抬，其依据可能有三，一是因为现货价在 10 500 元/吨～11 000 元/吨水平，已高于期货价；二是 R708 交易时间跨度甚长，有充分的炒作空间；三是以有组织有准备之力量可给敢于过分追空的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中小散户以猝不及防之打击。但一试之下,方知空头主力因为跌幅达3600余点而采取拦截策略,如此一来,低位仓量得以放大,行情则产生了巨大的变化。

2. 期价在大幅飚涨之下于11 500前徘徊调整。在巨量持仓的推拥下,期价涨升,11 500大关可轻松跨越,但多头主力却在此裹足不前。市场投资者普遍认为11 500大关过后,将更有一轮大行情展开;反之,沉重的沽空将使升势难续。可以说,此时沽空力量对涨升仍有心理准备,追多者亦准备在站稳11 500价后再加大头寸。或许基于此等原因,多头主力非常有必要掩饰自己的行动意图,停留一下,看看市场的反应及空头主力的态度。持仓不减反增,正表明了多头的这一思想。在经过半月多时间的调整后,期价走低至11 150价位。虽然空头主力已多半被套,但他们并没有组织力量给多头以打击,而是散建空仓,并自信在现货低迷,胶量增大之市况中,期价将不攻而自落。这样,多头经全面观察后,充分调整了仓位,在资金、时间、人气皆充分配合的情况下,终于决定放胆一搏而更无退走之打算了。可以说,后市的飚涨是多头经过充分换手后从容酝酿的。

3. 当期价数次跌停出现时,投资者看空决心增强,而对反复涨停上拉的反应较为麻木,当期价以迅雷不及掩耳之势窜上12 000价位之上时,投资者们才清醒过来,深度被套之空军或自斩其臂或硬撑下去,希望有所挽回,其时已接近现货月,多头主力再度轮番坐庄从容换手,以维持高价达到“不战而屈人之兵”。尽管空头主力以大量实盘重重设防,但多头已成竹在胸。

从以上分析可以看出,多头在R708上发动的这轮行情,充分考虑了资金、人气、交易时间等多方面的因素。

一石击起千层浪

(《期货日报》 1997年8月6日)

海南中商天然橡胶R708以其高达23万余手的持仓,单日24万6

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

千余手的成交，飙升 2000 多点的行情，成为 1997 年胶市最抢眼的一道风景线。在行情发展的过程中，天胶一反其从前中规中矩的平稳走势，大起大落，涨跌停板屡见不鲜，令许多投资者无所适从。尽管进入交割月后，R708 平静减仓，多空双方于狂热的争战之后又归于理性，价位亦从高位回落，但留给人们思考的命题仍有许多。

一、天然胶市场的内在供求关系对其价格走势的影响起主导作用。一些自然因素、政策性因素以及资金炒作，可能引发胶价的短时异常波动，却不能改变其长期以来形成的价格趋势。海南天然胶期市自 1995 年初从高位逐渐滑落至今，一直处于漫漫熊市之中，这主要是受基本面制约。从供给方面看，1996 年世界天然胶产量达 6 005 万吨，比 1995 年增产 223%，预计 1997 年总产将达到 6 247 万吨，比 1996 年增产 4%。我国是世界第二大天然胶消费国，年消费量在 75 万吨左右，而国内每年产量仅为 42 万吨水平，相当一部分需求要靠进口弥补。国际市场天胶库存量大，价格一直在下跌，带动国内胶价下滑。另一个主要影响因素是天然胶的需求状况，1995 年以来，受国家宏观调控政策影响，天然胶加工企业如轮胎厂等资金状况紧张，效益滑坡，行业需求疲弱，导致国内天然胶处于长期的供过于求局面。现货市场胶价的不断下跌，使中商胶市反弹乏力，连创新低，与东京胶、新加坡胶亦步亦趋，处于一个长期的下跌趋势之中。有关偶然性因素也曾造成中商天然胶价格大幅波动，但最终均完成其向现货价的回归。如 1995 年 7 月下旬，海南等国内天然胶主产地遭受热带风暴袭击，各大农场损失严重，引起 R511 和 R601 触底回升，多方充分调动起中小散户看涨人气，大举拉抬，两个合约都大幅飙升，涨幅近 2500 点，并带动现货市场价格上涨 1 000 余元，从 12 200 元/吨升至 13 400 元/吨。1997 年 5 月 R706 合约多空双方在 11 000～11 200 区间僵持不下，持仓量再次放大，交易所此时出台了《关于加强仓单抵顶的通知》，内容主要包括，仓单抵顶期货交易保证金时，只能用于卖期保值头寸，并按 1∶1 的比例进行抵押。文件一出台，在期市中引起多头恐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

慌性出逃，价位从 11000 之上下挫到 9745 低点，但之后由于现货价仍维持在 10 000 元/吨左右，期价由低位反弹至 10 400 元/吨水平。总之，还有其他影响胶价的因素，如税率水平的改变，发生战争，国际天然胶组织成员国签订协议，国家进出口政策等，都可能对天然胶价格走势产生短时作用，这都是参与天然胶期货交易过程中要注意的。

二、海南天然胶期货交易有着较成熟的现货市场作依托，并形成了相对固定的投资投机群体。海南中商期货交易所于 1993 年 11 月 8 日推出天然胶期货合约，交易量稳步上升，相关的企业涉足其中，在生产经营和回避风险上受益颇大，很多投资者通过进行投机操作亦获取了丰厚的利润。目前国家对天然胶的经营已逐步取消了过去计划价格、统销统购的做法，而是更多地通过市场手段调节，让生产商如各大农场直接进行经营销售，海南农垦橡胶制品销售中心以及云南农垦天然胶销售中心的挂牌价已成为产地有指导意义的现货报价，并对中商所天然胶期货价格产生影响。从参与天然橡胶期货交易的投资者结构看，一类是相对固定的生产商、加工商，还有贸易商等，如海南农垦系统、云南农垦、中化国际橡胶公司、北京华热亚经贸公司、海南农业资源公司等，他们的主要操作方式是进行卖期保值。在天然胶现货市场销售不旺，价格不断走低的情况下，这些现货商通过期市弥补了现货市场承受的损失，套期保值的功能得以发挥。另外天然胶的价格波动也吸引了更多的投机资金参与其中，由于其交易量大，参与交易者覆盖面广，从而汇聚的信息量大，胶市发现价格的功能也体现出来。此外，交易所和众多会员一起在实践过程中，对合约不断完善，对天然胶等合约的交割制度和结算制度进行了重新修订，对抑制过度投机，保护中小散户利益，鼓励现货商进行套保操作等起到了积极的作用，也吸引了越来越多的投资者进入中商胶市，从而形成了一种良性循环。

三、R708 的多逼空行情，对天然胶后续合约的走势将产生深远影响，由于 R708 的主力多头利用其雄厚的资金实力和高超的操盘手法，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过低位建仓、快速拉升、横盘蓄势、宽幅振荡，最终再次大幅推高期价，使其在虚盘上赚取了可观的盈利，而中小投机散户则损失惨重。但与此同时，在R708上涨的过程中，天然胶生产商和贸易商则将更多的实盘抛向期市，不论主力多头在R708上是否接货，或者接多大量的现货，目前在胶市中已积淀了大量的实盘。据统计，中商所定点仓库中注册仓单已达12万吨之多。但聚集于海南的资金数量也是巨大的，投机性操作必将使期价产生巨幅波动，但值得注意的是，主力多头在R708逼空上行的同时，已经在R709上做空，9月合约近8万手的持仓中其所持空单比例是相当大的，说明他们已为R708所接实盘找到了出路。

从盘面观察，主力在R709上于10500即一路抛空下来，准备得相当充分，现在R709已跌至接近9000的水平，沉重的实盘压力十分明显，而主力的有意打压将使远月合约不断走低。由于基本面仍无改观，现货市场天然胶销售不畅是公认的事实，巨量的实盘将继续滞留于期市，尽管凭借资金优势或者其他因素可带动期价出现反弹行情，但天然胶期价在回升之后无疑将给众多的保值商和投机卖盘提供沽空的机会，因此天然胶下半年将演绎出振荡下行的主行情。

由R708逼仓而引起的思考

（《期货日报》 1997年9月10日）

在国际胶价持续下跌，国内胶市每况愈下的市况下，放开交割的R708突然逆势而行，以二十余万手高额持仓和二千多点的巨大价幅，在胶市上刮起一股迅猛的狂飙。持仓总量第一，交割规模第一，交割违约率亦第一，使多少“英雄”折戟沉沙，使多少中间商成为期市上的现货套牢族，同时，又使多少中小散户爆仓出局。如今，R708的交易早已停止，但其交割纠纷仍未完全解决。这一虎头蛇尾，导致巨量橡胶资源沉淀的逼空风波，给市场留下的教训是深刻的，给人们留下的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

思考是深远的。

思考之一：交易(交割)规则存在严密性问题

R708 之所以能将逼空态势维持到现货月，制造出一个逼空有余而接盘不足的"杰作"，除多头资金雄厚、准备充分、操盘凶悍之外，还与交易规则的疏漏有关，试举两例以资说明：

例一，中商所放开交割量之后，未对保证实施的具体细则作相应的修订，而是基本上沿用限量交割的那一套做法，这里显然存在一个适用性问题。在限量交割条件下，由于交割数量的上限已经明确，对于多方必须具备多少保证金方能履约交割，交易所容易掌握，但在放量交割中，却不易掌握。原因有二：一是有多少投机盘转化为实物交割盘是一个变数；二是申请实物交割者，是否建仓要视当时的行情而定，且最后结果要等到临近交割月才能确定。不能准确掌握多空双方的实物交割数量，这就意味着要求多空双方应该具有多少资金和实物进行履约没有底，因此留下了违约隐患。就交割违约造成的直接损失而言，若空头违约，将造成多头巨额资金的利息损失，通过对空头的违约罚款，多头损失尚可弥补；但若多头违约，在非交割月只收取 5%的保证金的情况下，对空头的打击将是灾难性的。R708 恰恰是多头违约的例子。

例二，在逼空态势不断升级之时，交易所出台了一条临时规定，即对每席位 200 手(单边)之外的投机盘，在现货月到来之日实行强制平仓，多空强行平仓价分别为当日的跌停板价和涨停板价。按常规来说，这一规定是公平的，但在当时的情况下，则给了多头一个可乘之机。多头主力一方面强行拉价控制盘面，以求强行平仓价仍在相对高位；另一方面，用新多头头寸将盈利颇丰的老多头头寸置换出局，并将头寸集中在有限的席位上等待强行平仓，这无疑给逼空起了推波助澜的作用。由于申请实物交割的空头占有相当的数量，而申请实物交割的多头几乎为零，强行平仓不成比例，因此，该规定根本无法进行。在如此关键时刻，出台一项无法执行的规定，显然是一个很大的失误。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所以，不管是修改交易规则，还是出台临时性规定，都应该充分注意其科学性、合理性和严密性。规则一经颁布，就必须具有一定的稳定性，一旦行情有异，善后的相应规则应自动启动，直到恢复常态，而千万不可临阵磨枪，以致忙中出错。

思考之二：有必要正确认识实物交割和套期保值的关系

套期保值是交易者为配合实物方面的交易，在期货市场设立与现货市场方向相反的交易部位（头寸），以达到转移、规避价格风险的行为。套期保值的重要特征就是是否在现、期两个市场上做品种、数量相同，但方向相反的交易。单纯的实物交割（多头交割或空头交割），不是套期保值，只是从期市上获得或抛售某种货物，这与现货市场的购进或出售货物没有本质的区别，因此，不具备规避价格风险的作用。一般来讲，套期保值功能的实现必须以成熟的现货市场作依靠。国外许多成功的套期保值操作，并不一定要进行实物交割，更不用说是大量的实物交割，只需要用对冲期市头寸而产生的损益来实现现货交易过程中的益损互补即可。将申请实物交割看作申请套期保值，容易产生如下认识和操作上的问题：1. 只要交割，就能保值；2. 囤积居奇和倾销压价的恶性投机行为，易被套期保值的合法外衣所掩盖；3. 大量的实物交割，容易造成物流不畅、资金沉淀、资源浪费的被动局面，不利于实现资源的最优化配置。

因此，对真正的套期保值和单纯的实物交割要区别对待，要通过科学的交易制度和经济手段来调节实物交割的数量，使之趋于合理。

思考之三：有利条件可用而不可恃

R708 上的主力空头自恃既有充裕的橡胶资源作后盾，又有一系列的实物交割优惠政策作依靠，同时还有日益恶化的国际胶市为背景，在 R708 大跌之后，未经任何技术性反弹的情况下，即全线出击，认为无人可敌，胜券稳操。他们恰恰犯有两点错误，一是背上了仓单抵顶保证金优惠政策的包袱，自恃此条等于拱手出让了控盘的主动权；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二是看不清资金和资源的先后缓急关系。资源与资金相比,资金的作用呈显性,资源的作用呈隐性;资金直接作用于交易月,资源直接作用于交割时。正因为空头主力的有恃无恐,使前期入市资金丧失殆尽,导致了整个过程中只有招架之功,却无还手之力的被动局面。中小散户基于与主力空头的相似认识,放松了应有的警惕,虽没有像主力空头那样的低位建仓,但在自认为安全之价位狙击或追空,亦迎合了主力多头的扩仓要求,成了刀俎之肉,以至多头以迅猛的手法拉价,空头皆束手无策,迟到的警醒已无法挽回沉重的损失。

思考之四:期货交易中到底要不要协议平仓

期货交易是公开竞价的自由交易行为,因此公开的自由竞争应贯穿期货交易的始终。但遗憾的是,每当多空大户杀得难解难分之时,交易所为了息事宁人,解除纷争,常常引入一个不伦不类的协议平仓。虽然有时也能暂时解决矛盾,但它毕竟不是解决问题的根本方法。一旦协议不成,矛盾激化,就会造成无可挽救的损失。R708 的交割违约事故,即为谈判破裂导致的必然恶果。

由此看来,解决交易过程中的矛盾要依靠完善的交易制度,只寄托于协议是不足取的,也是无效的。这是因为,从理论上来说,协议平仓有悖于期货公开自由竞价之要义;从操作务实上来说,由于协议平仓常常在少数主力大户之间私下进行,等于将少数人的意志强加于整个市场,有违“公开、公平、公正”的三公原则。

协议平仓是弱化交易规则的催化剂,是监管者对弱肉强食逻辑的无奈,也是期市不规范的具体表现。滥用协议平仓,不仅不能从根本上解决问题,而且极易诱发内幕交易。因此,协议平仓应予废止。

思考之五:交易所定点仓库应与会员仓库严格分开

目前,我国有些交易所还选择会员公司仓库作交易所定点仓库,这样有失规范,容易给交割风险的发生留下隐患。尽管目前还没有因定点仓库问题引起规模浩大的交割纠纷,但是随着交割数量的变化和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交割量的放开，若处置不当，很有可能使交割事故浮出水面。因此，监管部门对此应引起足够的重视。

由于拥有庞大仓库的会员常常是行业大户，交易所选择这样的会员仓库作定点仓库，虽然便捷，但难以对其行为实行强有力的制约。“近水楼台先得月”造成了某些会员具有某种优势和特权，不仅可以为配合自己的交易开具必需的仓单，而且可以限制别人开具仓单，甚至可能出现以劣充好，以次换优，隐置仓单数量和开具空白仓单的现象，使交易所在实物交割方面难于严格把握质量和数量关，引起交割纠纷。因此，交易所应选择不参与交易、严守中立的贮运公司作定点仓库，并派专人把守，及时掌握货物的数量和质量，确保交割的万无一失。

风云散去话天胶——来自 R708 结束后的报道

（《期货日报》 1997 年 9 月 10 日）

日前，备受关注的中商所 R708 合约最终以少量交割和大部分违约罚款两种方式了结，尽管现在交易会员及多空双方仍心存疑虑，但 R708 的风险与矛盾已基本化解。

R708 从盘整、振荡到下跌经历了一场漫长的过程。

6 月份 R708 期价在 11 200 元/吨上下徘徊，与海南当地及国内外天然橡胶的现货价较为契合，进入 7 月份，泰国金融危机导致中商所 R708 连续暴跌两个停板，期价低探 10 700 元/吨，又两次反复振荡，空盘量剧增，在 7 月下旬的几个交易日，期价推至 12 500 元/吨顶峰，尽管此时 R708 期价 12 500 元/吨已低于前两年的同期价格，但同一时期相对于低迷的国内外现货市场来讲，仍有高出现货 2000 余点的差价，7 月底 R708 仍无反顾，居高不下，偏离海南当地的现货价，又引来大量的空方挟持仓进入交割月，持仓量高达 20 余万手，多空双方在此重压下于 7 月 25 日开始进行协议，且在 7 月 30 日和 8 月的头两个交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易日双方减仓至 12 万手，期间中商所采取了暂缓清退部分席位资金，禁开新仓，单边提高保证金等措施。

进入交割月，行情无量下跌，面对严重的单边市潜在的市场风险，交易所召开了临时理事会，出台了缩小停板，大幅度提高保证金的措施，控制市场，稳定市场，至最后交易日 R708 以 11 160 元/吨的价格和近 6 万手的空盘量进入实物交割。

R708 行情启动之时，中商所正面临着重大的内部结构调整，咖啡合约交易所带来的后患尚未清除，天然胶合约处于刚刚放开交割总量之际，中商所原有的业务规则还未能及时调整得与新的交割制度相协调，R708 便大规模携空前持仓和巨量实盘而来，即使现在看来，此波行情对市场、对中商所都无疑是一次严峻的挑战，而此时，与行情相随的更多的是应接不暇的来自 R708 合约的各种速记版本、传单、告状文件，乌云遮日般充斥市场，一方面给市场增添了许多不应有的猜测，另一方面增加了多空双方和交易所之间化解风险的难度，舆论的喧然与中商所自始至终的沉默形成着鲜明的比照。

在 R708 逼仓的影响下，中商 R709、R710、R711 屡创新低，目前鉴于胶农惜胶，部分套保买盘出现，下跌止稳，后市现货与期货会进一步缩小价差，天然胶期货行情可再次步入正轨。

中商所负责人在接受本报记者采访时说，R708 的教训有两个方面：第一，交易所对在新的交割制度下庞大的持仓量所引发的市场风险估计不足；第二，对风险所引起的矛盾复杂性估计不足。

国内期市尚处于试点发展之中，出不出问题只是相对的，天然胶是一个优秀的大品种，从爱护这个品种出发，R708 再次告诫投资者要理性操作，遵循市场规律，善待市场，同时也是在善待自己。

R708 之后，留给交易所管理层面的不仅是要把好交易风险关口，内部管理将是风险控制工作的又一崭新课题，R708 留给人们许多值得回味的思考……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

株洲冶炼厂锌期货事件

风险要放在首位——“株冶事件”再回顾

（樊君梅 《证券时报》 2003 年 1 月 20 日）

屈指算来发生在 1997 年的“株冶事件”距今已第六个年头了，随着时间的流逝该事件虽蒙尘已久，但造成的损失却始终萦绕在期货人的心中。

如何有效控制市场风险，最大程度地保护投资者利益也就成为了中心议题之一。前事不忘，后事之师。我们旧事重提，是希望从中得到更多的启发和指引，促使中国的期货之路走得更加平稳、顺畅。

株洲冶炼厂是我国最大的铅锌生产和出口基地之一，其生产的“火炬牌”锌是我国第一个在伦敦交易所注册的商标，经有关部门特批该厂可以在国外金属期货市场上进行套期保值。

1997 年株冶从事锌的 2 年卖期保值时，具体经办人员越权透支进行交易，出现亏损后没有及时汇报，结果继续在伦敦市场上抛出期锌合约，被国外金融机构盯住而发生逼仓，导致亏损越来越大。最后亏损实在无法隐瞒才报告株冶时，已在伦敦卖出了 45 万吨锌，而当时株冶全年的总产量才仅为 30 万吨，这也就是国外机构敢于放手逼仓的根本原因。

虽然当时国家出面从其他锌厂调集了部分锌进行交割试图减少损失，但是终因抛售量过大，为了履约只好高价买入合约平仓。

从 1997 年初开始，六七个月的时间中，伦敦锌价涨幅超过 50%，而株冶最后集中性平仓的 3 天内亏损达到 1 亿多美元，整个企业因此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元气大伤，此后国家对于企业境外保值的期货业务审批和控制更加严格了。

"株冶事件"发生时正值我国期货市场的起步阶段，所以对于期货无论是从书本知识还是市场实战的角度而言，都是刚刚入门，还没有真正领悟到期货市场中风险控制的重要性，因此风险意识淡薄。此外初入国际期货市场，面对着异常强大的竞争对手，任何疏忽都会给他们以可乘之机。在这种情况之下，株冶进行套期保值时过量抛空，由此产生的大量投机头寸成为国外金融机构的"围猎"对象，对方因而有意拉高期锌价格，促使缺乏现货交割能力的株冶最终平仓认输，从而上演了一场"多逼空"行情。

事件本身让政府、企业以及个人投资者充分领略了期货市场的巨大威力，一方面有关部门加强期货市场法律法规的建设，尽力消灭制度漏洞，营造良好的交易环境；另一方面投资者更加了解风险、收益间的密切关系，积极提高市场观察力和操作水平，双方的努力将促使我国期货市场日臻成熟与规范。

中国不能没有定价权　常清历数期货业三大弊病

（《21世纪经济报道》 2005年1月24日）

常清的办公室更像是一个教授的书房。一面墙的书柜中，藏书多数与期货相关，而常清也更愿意以一个学者的身份来谈论期货市场。

1月17日，在北京金融大街常清的办公室，这位中国期货业协会副会长、金鹏期货董事长接受了本报记者的专访。对于2004年的中国期货市场，常清觉得有三大问题急需关注，对于未来，常清则感到相当忧虑。

在三九严寒的北京，常清言辞犀利。

"全球经济发展，中国买单"

在中国改革进程加快及入世的大背景下，1996年，常清提出，要把

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国建立成为可与欧美并驾齐驱的、世界性的期货交易中心。作为中国期货市场最早的创始人之一，常清说，当年建设期货市场的主要的目的，是为了适应中国经济体制改革的需要，建设一个价格形成的合理机制。

常清指出，一个期货交易中心决定的价格，包括大宗商品和金融商品的价格，肯定与本土有密切关系，“例如，欧洲在工业革命时代，需要大量原材料，伦敦金属交易所因此成为交易中心”。期货交易中心交易那些跟中国发展相关的产品，决定价格，则会成为中国本土的定价中心。

“中国应该成为世界性的定价中心”，这与中国未来的经济增长，与中国在世界上的经济地位息息相关。定价中心的价格应该反映所有变动的因素，如供给需求、经济政策、心理预期等等。中国的民族资本应该把中国经济发展的诸多变化因素正确反映出来，掌握定价的话语权，改变以往被动接受价格的局面。

常清发现，尽管中国是世界上最大的加工制造业国家，但在国际市场上却缺乏话语权，从这两年的情况来看，国际国内期货市场出现了很多问题，值得深思。

第一个问题是，中国经济的发展成为世界经济复苏的动力之一，中国需要大量能源、原材料以支持加工制造业的发展，这令中国因素成为世界贸易金融领域中影响价格形成的一个重要因素。这种因素，常清认为，经国际市场反应后往往变形，或者过度反应，“后果就是，全世界的能源、原材料价格飞涨，而对这些产品有很大需求的中国，实际上是买了全世界经济复苏、增长的单”。

以农产品为例，中国为大量进口的小麦、大豆，付出了堪称世界天价的购买成本，“最高的价格都是中国支付的”。再比如石油，日本在石油 10 美元一桶附近进行了中长期保值，而中国临时大量采购，却推动国际市场油价暴涨。中国成为世界经济增长的火车头，拉动了世界经济的增长，但是所有的代价都由中国付出，这值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得反思。

另一个问题是，中国也有个别企业进入了国际期货市场，参与衍生品交易，但在参与过程中却付出了代价。有色金属行业中，最著名的例子是 1998 年的“株冶事件”，株洲冶炼厂由于参与保值的量太大，造成 14 亿元人民币的亏损。而 2004 年的中航油事件也是如此，中航油在场外参与期权交易，亏损 5.5 亿美元。常清指出，参与国际市场的中国企业屡屡发生巨大交易亏损，这值得注意。

第三个问题是，国内期货市场缺乏竞争力。常清指出，由于国际市场上交易成本低、效率高，品种及投资工具齐全，一些出于经营需要必须进行套期保值的民营资本，都是到国际市场上进行套期保值。

随着这些企业到海外市场进行套期保值，国内市场变成了中小散户的市场。近两年，外资出于全球配置资源的需要，开始进入中国期货市场。由于外资机构规模大、经验多，“真正的大户来了，价格由人家来决定”。常清认为，外国机构在某种程度上决定了中国价格。

“定价权的竞争非常重要”

常清认为这些问题的出现是中国因素被扭曲的结果。而中国因素被扭曲，则是因为中国企业在国际定价市场上缺乏足够的话语权。常清认为，造成这一局面有深层次原因。

中国的民营企业尽管在国际市场进行保值，但由于规模比较小，在价格形成中起不到影响作用。但一些大的垄断企业，例如中国的三大石油公司，本应该在国际石油市场上的价格形成中有话语权；作为最大进口国，中国的中储棉也应该在棉花价格决定中拥有一定的话语权。但实际情况是，这些企业都被动地接受了国际市场的价格。

常清认为，这些企业中的绝大多数，其企业运行机制、经营管理机制不适应市场经济发展的需要，“体制运营还是官僚化的”。这类企业最大的缺陷是，在决策制定上，反应太慢，需要层层报批，不能够根据国际市场的变化迅速作出调整。国内企业的运行体制按部就班。“例

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如，三大（石油）公司的调整根本就跟不上油价的变动。”

这些企业往往缺乏长远考虑，缺乏研究团队、操作团队以及决策机制。套期保值的原理是在期货现货市场进行风险对冲，以控制成本及锁定收益。“这些企业担心一旦在期货市场上出现亏损，不好交代。”

常清认为，还有一类以中航油为典型代表的企业，虽不保守，但却大量投资，造成巨额亏损，从根本上讲也不适应市场运行的要求，“虽然机构比较健全，但运行的本质没有变”。

“或者不说话，或者被动投机，中国企业在国际上没有话语权。虽然经济在逐渐国际化，但企业体制没能国际化。”

更重要的一点，常清认为，全世界都是以期货市场发现的价格来决定商品和金融发现的价格。但中国的经济主管部门似乎还不知道这个价格是怎么发现的。到现在为止，“有关部门对国际市场的运行还缺乏深刻的理解，仍然把中国的经济视为一个封闭的循环。很多经济行为在国际市场产生了令人出乎意料的问题。”

以有色金属为例，国储局在铜价每吨 18 000 元时轮库，一下将几十万吨铜投到市场上。造成市场判断国内不缺铜，因而不到国际市场上买铜。但是，国际市场却能作出判断，认为国储轮库出来后，必须要买回去，价格自国储卖铜后开始不断上涨。而事实上，为了补库，国储局又只能到国际市场买铜，造成全世界的需求突然增加，价格长时间居高不下。

常清认为，计划经济体制下，国储局轮库是正常的，但现在已经是市场经济，中国的任何变动都将造成世界性的影响。“经济主管部门的经济行为，以及其制定的经济策略，都缺乏这种思考。”

另外，有关部门对市场竞争重点放在哪里认识不足。常清认为，传统产业与贸易金融产业不一样，后者的附加值很高。“主管部门对市场运行的本质认识还不够，没有意识到贸易金融特别是定价权的竞争非常重要。没有话语权，中国就只能被动接受别人决定的价格。这对大量出口及从事加工制造业的中国非常不利。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“从战略高度发展中国期货”

常清建议，发展中国期货市场，使其成为定价中心，应该从战略高度加以考虑。

一些大量生产、大量消费的原材料，其价格决定应该在中国市场完成，这有利于中国在世界范围内配置资源。“不是说中国去狩猎外国人，也不是对抗外国的对冲基金，是要让中国因素合理体现在价格之中。”

常清认为，凡定价中心都体现有当地的文化、交易传统及市场心理等因素。由于这些因素的存在，中国企业很难融进去。但如果这个定价中心是在中国的话，中国的民族资本熟悉这一市场，容易成长起来，并取得话语权。

此外，对于国际、国内两个市场，政府主管部门应该充分认识到，在贸易金融领域的竞争是一个重点；还要从战略高度上认识到，定价权的竞争将涉及经济发展的成本问题。

有关部门在制定行业经济政策时，不要把国际市场价格的变动置于视野之外。这样才能使得中国在入世之后，完成市场对接。决策机制也要进一步发展，“不要再出现国储局无视价格因素轮库的现象，也不要出现中储棉高价进口棉花的事件。”

常清还建议，大型企业应该根据市场经济的需要来完善运行机制，包括决策机制。最主要的，是要改变垄断型企业的运行机制，要让这些企业能够主动适应市场变化。“这样，就不会再出现中航油事件，也不会出现石油从 10 美元涨到 50 美元，我们却没有进行保值的事情。”

最后，应该调整期货市场的法规，使之靠近国际惯例，提高中国期货市场的竞争力，让中国的民族资本和外国资本可以公平竞争。期货交易所也要从官办转向真正的会员制、公司制，使其成为一个能动主体。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中航油事件

从中航油事件谈国有公司治理

（窦晴身 《经济参考报》 2005 年 2 月 19 日）

中航油(新加坡)公司从事石油投机亏损 5.5 亿美元，一个被誉为走出去的“过河尖兵”的明星国有公司瞬间濒临破产的边缘。人们在震惊之余，不禁要问，这个从亏损公司到明星公司再到破产边缘的国有公司，这个曾经因为传奇性的暴发被新加坡大学载入 MBA 教科书的国有公司，这个在发达国家主板市场上市的国有公司，其治理结构出了什么问题？

中航油事件对我国公司治理理论提出的挑战

20 多年来，围绕提高国有公司治理效率而推进的国有企业改革，始终是整个经济体制改革的中心环节。围绕提高国有公司治理效率形成了很多有影响的主流观点。但中航油事件对这些主流观点是一个巨大打击。

（一）对认为国有公司治理低效是因为治理结构不完善的观点是一个打击。因为中航油(新加坡)公司是在新加坡主板上市的公司，其治理结构是完全的市场化模式，与国际完全接轨。

（二）对认为国有公司治理低效是因为经营者激励不到位的观点是一个打击。因为中航油(新加坡)公司总裁兼 CEO 陈久霖，2002 年以 490 万新元(约合人民币 1 600 万元)的年薪在新加坡挂牌的中资企业当中高居榜首。陈久霖曾被新加坡人誉为“打工皇帝”，激励不可谓不大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（三）对认为国有公司治理低效是因为透明度低的观点是一个打击。这种观点深受近年流行的博弈论和信息经济学的影响，认为国有公司（尤其是国有上市公司）由于体制和市场不完善等原因，存在信息披露不及时和不充分的问题，监管者和经营者信息不对称，从而导致国有公司“内部人控制”。但中航油（新加坡）公司，被新加坡证券监管部门评为“2004 年度新加坡最具透明度的上市公司”，公司信息披露机制与披露效能完全与国际接轨。

（四）对认为国有公司治理低效是因为缺乏专业经营人才的观点是一个打击。这种观点影响较大，目前国务院国资委面向全球招聘人才的工作，也深受此观点影响。但中航油（新加坡）公司总裁兼 CEO 陈久霖毕业于北京大学，1997 年亚洲金融危机之际接手管理亏损的中航油（新加坡）股份有限公司。在陈的管理下，公司实现两大巨变：一是一举扭亏为盈，并于 2001 年在新加坡交易所主板挂牌上市。二是净资产由 1997 年的 16.8 万美元猛增至 2003 年的 1.28 亿美元，增幅高达 761 倍。2003 年 10 月，陈久霖被《世界经济论坛》评选为“亚洲经济新领袖”，陈久霖不能说不是人才。

目前还有一种主流观点，即认为国有公司治理低效是因为存在国有股一股独大问题。这种观点认为，国有股一股独大，使以“相互制衡”为核心的现代公司治理结构无法在国有公司真正形成。这种观点在前几年也非常流行且对政府决策影响巨大，导致的直接后果就是 2001 年国有股减持政策的出台。现在理论界许多人把中航油（新加坡）公司的问题归结为这一点。

笔者以为：从全球实践看，一股独大并非公司治理低效的根源，也并非我国独有。以股权结构为特征，全球公司治理模式可分为两种：一是股权高度分散的英美模式，二是股权高度集中的德日模式（东南亚家族式为特征的公司治理模式，实质上也是股权高度集中的模式）。

一个不争的事实是，无论股权高度分散的英美模式，还是股权高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度集中的德日模式(包括东南亚模式),在公司高增长时期都存在一股独大问题。从个案来看,微软公司最具有代表性。微软上市时,比尔·盖茨一人持股比例超过47%,到目前仍高达24%,而微软公司治理结构的效率则为全球典范。

上述情况充分说明,一股独大既不是公司治理要解决的核心问题,也非公司治理低效的根源,更不是我国独有的现象。股权结构多元化既不是形成有效的公司治理结构的目的,也不是公司治理结构有效的手段或必要前提,世界上很少有纯粹为完善公司治理结构而进行股权多元化的公司,人为的股权分散化或多元化并不能有效解决公司治理问题。

从中航油事件来看,我国国有公司治理低效的关键是出资人监管不到位。

中航油(新加坡)事件有三个明显违背常理的现象:

其一,中航油从事的石油期权投机交易,明显违背我国政府规定,但这种明显的违规行为竟然畅通无阻达一年多。《国务院关于进一步整顿和规范期货市场的通知》、《期货交易管理暂行条例》以及政府主管部门的行政规章,都明确规定企业在境外期货市场只允许进行套期保值,禁止场外交易,不得进行投机交易。但中航油(新加坡)公司既炒了期货,又进行了场外交易,而且期货交易量远远超过了现货交易总量,是投机交易,而非套期保值。

其二,中航油虽然有完备的公司治理结构,但存在严重的"内部人控制"问题。一是公司章程如同废纸。按照公司章程,如果全公司交易亏损额超过500万美元,应通知公司高级管理层并停止交易。而中航油(新加坡)公司亏损扩大到5.5亿美元之多,亏损额等于公司净资产的三倍多,却没有按规定上报或纠正。二是公司治理的相互制衡效能基本不存在。中航油集团委派的公司党委书记、财务经理等,均被陈久霖以种种理由隔离于公司业务之外或转派到下属公司。党委书记在新加坡两年多,竟然对陈从事场外期货投机交易无任何制约。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其三，股东权力不平等，控股股东知而不为。中航油（新加坡）公司是2004年新加坡最具透明度的上市公司，但在其违规操作形成巨额亏损长达一年多的时间内，其他中小股东却不知道，而作为控股股东的中航油集团，不但知道公司违规从事石油衍生品交易导致巨亏，犹豫拖拉未能及时要求公司斩仓导致损失放大，而且隐瞒公司风险，以收购为名向市场折价出售股权（从控股75%减为控股60%），并将售股所得悉数借给中航油填补窟窿。

上述分析表明，中航油事件是典型的监管不到位问题，除了新加坡有关机构监管不到位外，主要是出资人监管不到位，既包括国有资产监管部门监管不到位，又包括委派到公司的出资人代表监管不到位。而问题的本质是没有人真正像关心自家的财产一样关心国有公司资产。

有人认为，国务院国资委的成立解决了出资人不到位的问题，其实并不如此。

其一，从理论上讲，国有资产的所有者是全体人民，国有资产出资人是天然虚拟的。政府只是所有者的代表，国有资产出资人到位的只能是代表或代表委托的代表。

其二，国有资产属于公产，无法完全避免“公地悲剧”，即如果没有相应的机制，很难让人像关心自己家里的财产一样关心国有资产。

其三，国有公司中出资人代表与经营者的选拔任用机制不利于出资人代表到位。国有公司经营者的选择权在政府官员手里，这些人有权选择经营者却不需要为此承担责任，他没有足够动力去发现和选任最有能力的人出任经营者。同样，被选拔出来的经营者或被派到公司的代表，也只对有选人权的官员负责，而非对国有资产负责。

上述分析表明，国有公司治理低效的根源是“所有权”问题，而不是一般意义上的公司问题。

今后改革的政策建议

（一）使国有资产监管机构进一步专业化，使监管队伍进一步职

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业化

其一,使国资委进一步专业化。国资委必须成为一个超脱的国有资产监管者和运营者,专司确保国有资产保值增值和国有经济的竞争力与控制力,而不要成为具有公共服务职能的政府机关。

其二,使监管者队伍职业化。不仅让来自于国有资产保值增值部分的收入成为其惟一的收入,而且让国有资产保值增值与监管者的身份、地位、名望相挂钩。监管者队伍包括两个部分:一是国资委中真正对国有资产经营者进行监督并拥有建议罢免权的职业化监管队伍(监事会和高层);二是被委派到国有公司董事会中的国有资产出资人代表队伍。具体可采取"递延报酬";建立交叉轮换制度,让后任监督前任,后任用自己的经济利益承担连带责任;加大社会监督、中介机构的评估、媒体监督等。

(二)要实行经营者选拔任用的问责制——让选人者真正负责

尽快研究建立健全经营者选拔任用的责任追究机制。选人出现重大问题,选人者要视情况承担连带责任。使国有资产出资人代表真正有动力去发现和选拔人才,使真正有能力的人被选拔到经营者岗位上。与此同时,要大力培育和发展职业经理人市场,逐步建立和完善个人信用信息与评估体系。

在上述改革到位后,再完善国有公司治理结构问题,可能会更有实际价值和现实针对性。

中航油事件调查报告公布

(卢晓平　张喜玉　《上海证券报》 2005 年 3 月 30 日)

普华永道发布的首期报告称,误判油价走势、不愿在第一时间记入损失和风险控制不力是遭致巨亏的主要原因。

中国航油(新加坡)股份有限公司于 3 月 29 日发布公告称,公司收到了新加坡普华永道古柏会计公司针对中航油期权亏损事件所做

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的第一期调查报告。

普华永道在此次提交的报告中就中航油的衍生品交易的财务会计事宜、开展衍生品交易的策略、2004 年每次期权盘位挪盘的结构和后果、衍生品交易产生的亏损、财务报告的准确程度以及公司衍生品交易的风险管理等方面陈述了自己的看法。

该报告最后将导致中航油在石油期权交易中遭受巨额损失的原因归结为以下六个方面：第一，2003 年第四季度对未来油价走势的错误判断；第二，公司似乎有不愿意在 2004 年第 1、2、3 季报中记入损失的想法，最终导致了 2004 年的挪盘，且公司草率承担了大量不可控制的风险，尤其是 6 月与 9 月的挪盘；第三，公司未能根据行业标准评估期权组合价值；第四，公司由此未能正确估算期权的 MTM 价值，也未能在 2002 年至 2004 年的财务报告及季报、半年报中正确反映；第五，缺乏正确、严格甚至在部分情况下基本的对期权投机的风险管理步骤与控制；第六，在某种程度上，对于可以用于期权交易的风险管理规则和控制，中航油管理层也没有做好执行的准备。

针对普华永道报告中涉及的投机性期权交易，中航油于同日发表了公告。

中航油在公告中称，公司注意到普华永道查明中航油与不同交易对象在 2004 年 1 月、6 月和 9 月进行挪盘，但并未提及参与这些挪盘交易的期权对家的名字，也未调查这些挪盘合同条款的公平性。中航油聘请了自己的期权专家审查公司所进行的期权交易及挪盘的合同条款。经过上述审查，公司日前已经开始了针对一家期权对家的法律行动，即于 2005 年 3 月 16 日向新加坡高等法院递交了指控阿尔龙(JARON)公司的传票。

中航油表示将继续全力支持与配合普华永道正在进行的调查。同时，将评估公司风险管理、财务及公司治理结构的职能，并实施适当的措施加强上述职能。

中航油同时对公司的债务重组进程进行了说明。公司称集团公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司已经邀请新加坡淡马锡(私人)控股有限公司参与注资,双方讨论仍在继续。目前中航油正紧锣密鼓逐一同近百位债权人谈判,设法争取他们在 6 月 10 日举行的债权人大会上投下支持票。

中航油事件再反思

(R. J. O'Brien 公司 马重 《中国证券报》 2005 年 4 月 2 日)

我们不能天真地以为,只要加强监管、建立风险管理,再加上有 24 小时的实时风险监控,国有企业就可以完全避免类似事件重演了。

在 WTO 规则全面落实的情况下,中国企业与国际金融"大鳄"交锋搏斗的机会只会越来越多,而闭门磨刀的时间已经所剩无几。中国应当勇于面对挑战,制定出迎战世界的策略和战术,退回国内只能是下策一条。

中航油调查报告日前出炉。一直以来,国内对中航油兵败狮城的原因众说纷纭。根据目前已经披露的消息看,笔者认为,是风险管理与监控上的一系列明显漏洞导致了中航油的逐步亏损并最终走投无路。前车之覆,后车之鉴。只有深刻理解前人的经验教训,后人才可能不再重犯类似的错误。

引进远程实时风险监控系统迫在眉睫

据报道,中航油已经在风险管理方面采取了一系列"行之有效"的措施。表面上看,中航油在风险管理方面总的印象似乎一切都很严密。然而,当公司的总裁独揽公司的生死大权,而陈久霖对石油衍生物产品交易与风险管理却是一知半解的时候,中航油内部原有的风险管理体系实际上已经形如虚设。

更令人担心的是,像中航油这样表面上在风险管理方面这么严密的国企海外公司在实际上都是那么的不堪一击,那么那些连表面功夫都做不到的国有企业岂不更弱不禁风?而这一状况在国有企业里相信不会是个别现象。中航油已经垮台了,其他已经或正在进行境外衍

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生物产品交易的国有企业是不是也正在或将可能出现这种危机呢？

从中航油事件来看，问题的关键就是其中恰恰缺少了一层关键的监控，那就是外部或上层对中航油整体的监控。在石油看涨的大势之下，中航油逆势而动，内部机制对这种连续长达将近一年的非正常行为固然失控，上级部门也竟然丝毫没有任何警觉，最后导致中航油一败涂地。如果中航油的母公司或其他有关的监管部门有一套系统即使在千里之外也能随时了解中航油进行境外衍生物产品交易的风险程度，那么可以相信中航油不至于走到今天这一步。

别拿风险管理系统当摆设

据有关报道，陈久霖曾声称，“中航油采用了目前世界上最先进的风险管理系统 Kiodex Risk Workbench 系统”。据笔者所知，由于衍生物产品交易风险管理系统的复杂性、特定性，开发耗时费钱，而且能将有关期权模型和期货交易风险理论以及广泛的实际市场交易经验应用到具体的计算机系统上去的人才凤毛麟角，故通用的商业产品寥寥无几，谁也不会自吹自擂说自己的系统天下第一。

从有关资料来看，与其说 Kiodex Risk Workbench 是一个风险管理系统，倒不如说是一个带有风险管理功能的交易分析系统，而且使用起来颇为复杂。从风险管理的角度来看，中航油事件暴露出两个明显的疑点：其一是中航油既然已经采用了这一所谓的“世界上最先进的风险管理系统”，但却无法帮助其及时发现在交易中出现的巨大风险，这到底是使用操作上的问题，还是系统本身失灵？其二就是陈久霖事后抱怨外籍交易员及风险管理委员会欺骗了管理层，但令人不可思议的是为什么作为公司总裁的陈久霖不可以联机到 Kiodex Risk Workbench 系统上去直接了解掌握公司的第一手交易风险情况，而还要依赖于内部的汇报呢？为什么公司管理层只是把其当作摆设而没有充分利用这一系统的价值呢？这本身岂不就很值得玩味吗？

国企人才聘用机制亟待检讨

再好的规章制度，再先进的技术和风险监控系统，归根结底是要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过人来实现的。没有一流的人才，就不可能在风云万千的国际金融考场上交出一流的答卷，也不可能在世界市场上打造出一流的企业。从已经披露的材料来看，陈久霖早期成功的神话很大程度得益于中航油在国内航空油料市场上的特殊垄断地位。他的所谓“绝顶聪明并过度用脑”并没有帮助他在一个充满了爆炸式信息的世界面前迅速吸取和更新知识，因而在实际管理中显得力不从心；他缺乏专业的石油衍生物产品交易知识，却主管着一个与石油衍生物产品交易有千丝万缕关系的国家企业；他对风险管理是丈二金刚摸不着头脑，却胆敢从事如此高风险的衍生物产品交易；作为总裁，他将主要精力放在了所谓的宏观领导和业务开拓方面，而对公司内部的管理与控制工作包括石油衍生物产品交易越来越粗放；根据陈久霖的说法，在每次有关石油交易的讨论中，似乎都是下属交易员和风险管理委员会而不是陈久霖在作决定，事后他还抱怨是这些人欺骗了管理层，自己只是用人失察，可见其内部管理机制是何等的混乱和失控。

众所周知，人是企业和技术的主导因素。企业的问题，归根到底，还是人的素质问题。改革开放以来，国内起用了许多有专业知识的年轻人来担任大中型企业的负责人，他们中的多数还是胜任的。但不可否认，这其中相当的一部分人尽管有较高的文凭，但缺乏足够的实际工作经验，缺乏驾驭大中型企业、大型事件和处理人与人之间关系的本领，以及纵观和应变全球市场的能力。另一方面，尽管来自从中央到地方的各种人才招聘团像走马灯似地到海外招人才，但实际上回去的大多还是那些刚从学校毕业或工作了没几年的留学生，许多具有一流水平的管理及专业的人才如今仍然留在国外，尤其是美国。以笔者之见，即使在海外获得高级学位，但如果没有十年以上在国外的正规企业工作过，并在大型或重要项目中担任过关键职位的人，很难说能有足够的经验能力和素质成为一流的重要项目或企业领头人。而这样的人才，在海外不能说是多如牛毛，但也是大有人在，而与实际被招聘回去的不成比例。有关方面亟须检讨招聘人才及选人和用人机制

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方面的政策。

笔者无意忽视国内培养人才的重要性。事实上，本土人才已经成为国内经济建设的中坚力量。但是笔者认为中航油事件也无可置疑地向世人传递了一个重要信息，那就是中国还十分缺乏一些能与世界接轨的一流人才，尤其是在金融、高新技术、企业管理方面。而海外华人中藏龙卧虎，不乏各类精英，关键是国家能有更有效更灵活的措施吸引他们回来为国效力。中国经济建设的规模需要大批的一流人才，而不仅仅是几个被新闻媒体津津乐道的明星人物。

切莫产生新的认识误区

笔者注意到国内一些号称期货专家的人在对这一事件的分析时提出的观点。“从培养中国期货人才、掌握期货市场交易规则制定权的角度，我国应大力发展本国的石油期货市场。一方面既为国内企业提早培育一批能参与国际期货市场交易的核心人才，另一方面也为国内相关石油企业提供一个在我国法律严格监管之下的避险工具”。“把衍生品交易的规则制定权掌握在自己手里，让国内外的交易商，按照我们制定的规则来参与游戏”。对于这些观点，笔者实在不敢苟同。

首先，以中航油的失败为借口来逃避国际期货市场，本身就是用一种因噎废食的观点。无可置疑，国有企业从事境外衍生品交易风险很大，但凡事总是有利有弊，国内的不少相关企业也通过境外衍生品交易来规避了市场风险，并且接触了解到了国际上的先进经验，在迈向国际化的必然之路上比别的公司先走了一步。中航油的失败完全是由于中航油的管理层没有真正理解衍生物产品交易的本质一味投机而造成的，并不能简单地归罪于境外衍生物产品交易本身。另一方面，如果处理得当，通过这一事件把国有企业的治理能力和有关方面的风险管理水平大大提高一步，中航油事件的巨额学费就绝不会白交，坏事就可以变成好事。笔者同意关于中国衍生物产品交易人才的培养刻不容缓的观点，问题是这样的核心人才就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更要在国际期货交易市场的惊涛骇浪中锻炼才能成才。在 WTO 全面落实的情况下，越来越多的中国企业与国际金融"大鳄"交锋搏斗的机会只会越来越多，而闭门磨刀的时间已经所剩无几。中国应当勇于面对挑战，制定出迎战世界的策略和战术，退回国内只能是下策一条。

笔者一直认为，依照目前的经济发展速度和规模，中国目前的三个期货交易所和两个证券交易所在不久的将来不是太多了，而是太少了。然而，设立一个新的交易场所尤其是交易所涉及到许多方面的问题，应根据国家经济的发展和与国际市场接轨的需要来统筹安排，建一个成一个，并且真正把"我们制定的规则"融入到国际上公认的"别人制定的规则"上去，而不要把交易场所的设立与一个公司的成败简单地联系在一起。

平心而论，新加坡目前已经是全球第三大石油贸易中心及世界第三大炼油中心。这个土地面积仅相当于两个上海浦东那么大的国家，目前拥有 4 家跨国石油公司炼油厂及 500 多家从事原油及成品油贸易的公司，完全具备区域石油交易中心的地位。有消息称，全球最大的能源期货市场纽约商品交易所很快将与新加坡交易所达成协议，在新加坡展开能源期货交易。如果此事属实，笔者认为至少在短期内，国内的石油期货市场并没有建立的必要，国内企业完全可以就近通过新加坡交易所直接参与国际能源的期货交易。

当然政策的制定者及社会必须看清楚中国的现实，不能天真地认为，只要加强监管、建立风险管理，再加上有 24 小时的实时风险监控，中国的国有企业或其他公司就可以完全避免类似的中航油事件的重演了。考虑到目前国有企业或其他公司的治理水平的总体偏低，包括高层管理人员在内的全民社会的教育水平和整体素质尚待提高，对国有企业的风险监控是一个牵涉面很广时间很长的系统工程，但随着监管制度的加强和实时风险监控系统的实施，以及国有企业或其他公司治理水平的逐步提高，类似中航油事件再发生的可能性就会大大降低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中盛粮油大豆油期货事件

明套保暗赌博　中资屡败境外期货

（赵彤刚　《中国证券报》　2005 年 8 月 3 日）

中航油在新加坡期货市场期权交易巨亏 5.5 亿美元余波未平，香港上市公司中盛粮油日前又曝出在芝加哥期货交易所(CBOT)进行豆油套保惨败的消息。而去年以来在期铜市场上，跨市套利的中国资金更是屡屡被“国际大鳄”狩猎，损失惨重。

中国出海资金在分享境外期货市场这块诱人蛋糕的同时，正面临着无数陷阱。

中盛粮油因何而败

7 月 14 日，在香港上市的内地公司中盛粮油因在 CBOT 豆油期货上卖出套保失败而出现巨亏，导致公司上半年业绩亏损。初步判断，中盛粮油对所持合约平仓后每手亏损大约 1 700 美元左右。

谈及此次失利，中盛粮油控股有限公司董事局主席廉华表示：“中盛粮油对国内大豆以及豆油供应形势的判断没有问题，但由于在美国 CBOT 市场上，基金的过分炒作和推高，使得国际豆油市场已严重背离供需基本面，这在以往市场行情中是不多见的，中盛粮油出现这样的亏损是可以理解的。”

香港联交所公布的中盛粮油 2004 年年报显示，去年该公司豆油加工能力为 140 万吨，实际销售规模是 53 万吨，而且自 2001 年开始，其每年经营规模增长都不低于 50%。如果按照 2004 年中盛粮油盈利水平计算，在期货市场上亏损超过 1.3 亿港币时，才能造成公司整体

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业绩亏损。按亏损超过 1.3 亿港币计算，中盛粮油在 CBOT 至少抛空了 1 万手左右豆油期货，大约 27.2 万吨。中盛粮油在 CBOT 豆油市场一度持有如此高空头头寸，显然已不能简单视为套保行为。

业内人士认为，中盛粮油在国际市场采购大豆毛油，在国内加工为精炼大豆油产品后销售，其相对合理套保方式应当是在 CBOT 市场进行毛豆油买入套保，以对冲进口原材料涨价风险。因此，中盛粮油进行的所谓卖出套保，显然是投机行为。

“国际大鳄”狩猎中国资金

近年来，中国资金参与境外期货交易的规模越来越大，逐渐引起了国际基金的兴趣，成为他们狙击对象之一。去年，中航油在新加坡期货市场卖出了大量看涨期权，但是在国际基金炒作下，国际原油价格扶摇直上，中航油被迫斩仓出局，造成 5.5 亿美元巨亏。

目前我国仅有 26 家大型国企可以参与境外期货套期保值，但逐利性导致部分资金已通过各种渠道流入了境外期货市场。有报道称，2004 年伦敦金属交易所(LME)交易量中有 15%至 20%来自中国内地，其中通过非正规渠道参与外盘交易的交易量约占 1/6。目前不少境内外期货公司已经在悄悄地进行境外期货二级代理业务，这种打“擦边球”行为已是业内公开秘密。然而，通过非正规渠道从事境外期货交易风险极大，不仅不利于投资者自身利益保护，也不利于市场监管。这样一种游离于监管之外的非正规代理渠道，也容易将境内企业商业秘密暴露在国际机构面前。中国企业因而处于一种非常不利的境地，海外跨市套利资金屡屡被国际基金成功狩猎。

事实上，自去年 10 月份以来，“买沪铜、抛伦铜”的国内反向套利盘资金，已屡屡成为“国际大鳄”盘中美餐，损失不下数十亿元。

出海资金先天不足

中国资金屡屡失足海外期货市场，与其存在着先天性致命弱点不无关系。

鹏鑫期货资深分析师王定红告诉记者，中国资金出海跨市套利，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

除了要面对市场风险之外，还要面对非市场风险，这是中国出海资金亏损的重要原因。

中国资金出海，首先要面对信息不对称风险。由于中国企业在国外期货交易所没有自己的交易席位，几乎所有出海资金都要借助别人的通道。这样中国资金数量、操作意图、建仓方向、头寸大小和抗风险能力等核心商业机密，极易被交易对手知道；相反，中国出海资金对对手情况则了解甚少。信息不对称，成为中国资金出海跨市套利无法回避的尴尬。其次面临资金劣势风险。中国出海资金规模大致为几十亿元人民币，而且呈散兵游勇状态；而国外基金规模少则几亿美元，多则几百亿美元。因此即使中国出海资金汇总到一起，也不足国外一个对冲基金规模。而这种资金实力相差数倍乃至数百倍的博弈，谁胜谁负，可想而知。

套保变味成投机

中国出海资金的投机性，更加剧了其惨败进程。许多资金打着套保幌子，实则进行赌博式投机操作。

去年出事的中航油在新加坡所从事的并不是石油期货套保，而是风险极大的场外石油衍生品交易(OTC)。中航油在卖出大量看涨期权后，国际原油价格在基金推波助澜下一路飙升，中航油非但没有及时止损，在投机心理作祟下反而继续加码，最终“翻船”。根据《国有企业境外期货套期保值业务管理办法》，目前我国有 26 家大型企业有资格在境外期货市场从事套期保值业务，并规定其期货持仓量不得超出企业正常交收能力，不得超过进出口配额、许可证规定数量，期货持仓时间应与现货保值所需计价期相匹配等。但是，中航油操作明显违背了管理办法。

作为一家注册在境外的中资企业，中航油在国外从事境外衍生品交易，相关主管部门监管难度很大。国资委新闻发言人杜渊泉指出，中航油新加坡公司所开展的石油指数期货业务，属违规越权炒作行为。根据证监会相关规定，获得境外期货业务许可证的企业，在境外

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期货市场只能从事套期保值交易，不得进行投机交易。

企业境外套保变味成投机，类似中航油、中盛粮油事件并非偶然。早在1998年，株洲冶炼厂在LME以套保名义大肆抛空锌，最终交易损失高达1.76亿美元。目前我国获得境外套保资格的国有企业有26家，其中一些涉棉企业、涉铝企业、涉铜企业、涉豆企业等，都可以在国内外期货市场进行套期保值。中航油、中盛粮油的变味套保，给这些企业敲响了警钟。

组建"航母"出海

参与境外期货市场交易，不仅是中国内地企业表达话语权、争夺大宗商品全球定价权的前提，也意味着期货投资者将有300多个期货品种投资机会。但在我国境外期货大门还刚刚打开，期货公司以及投资者投资经验尚不丰富情况下，境外期货市场的开放更像是一把双刃剑。

中国证监会期货部有关官员日前透露，国务院已批准国内期货经纪公司代理境外期货交易试点，并将允许境内投资者进行境外期货跨市套利。在境外期货市场大门徐徐向国内投资者敞开的同时，如何避免中航油、中盛粮油等悲剧重演，值得深思。

北京工商大学胡俞越教授表示，当务之急是组建中国自己的专业期货基金，如农产品期货基金、能源期货基金、金属期货基金等。只有将分散的国内资金组织起来，拧成一股绳，劲往一处使，协调行动，才能同国外基金对抗。

王定红认为，为了避免国内出海资金被狩猎，中国应该在参与交易的海外期货交易所拥有自己席位，而且数量不能太少，否则仍然容易暴露操作意图；同时持仓品种尽量分散，这样不易被发现。其次，要有一定平抑市场现货储备和准确把握调控时机能力。以国储局以前抛售铜现货而言，本意是为了平抑铜价，但由于抛售数量有限和抛售时机把握不当，不仅没有把铜价压下来，而且自己还被迫高位买单。再次，要有调控市场经济力量。如果说权威数据可以引导商品价格走

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

向,但这只停留在理论层面上,而真正推动价格运动还是要靠资金来实现。中国要尽快建立像国外那样的大型基金,来影响市场。

“中国头寸”缘何频遭狙击(节选)

(梁峻　刘意　《上海证券报》 2005 年 8 月 10 日)

为什么无论是套期保值还是跨市套利,“中国头寸”在国际期货市场上的规模一旦足够大,总会成为金融大鳄的狩猎对象?

为什么我国企业的大额外盘头寸一直延续着巨额亏损记录,至今没有一次大规模跨市套利是通过外盘盈利、内盘亏损完成的?

国内企业在国际期货市场上的累累亏损仅仅是技不如人,还是另有隐情?

坐落在芝加哥杰克逊林荫大道 141 号的芝加哥期货交易所(CBOT)有着 157 年的悠长历史,在过往的岁月里它曾经承载过无数人的欲望与梦想。而今天,它仍然是冒险家和投机者的乐园。每天早晨开市,这里便人声鼎沸,交易员、经纪人等许多人忙碌着。金钱构成一股洪流在这里周而复始地奔涌。

或许来自中国的交易头寸最受这个地方欢迎,随着中国人的出现,诸如对冲基金这样的投机者也许又可以享受一顿丰盛的美餐了。缺乏参与境外期货交易经验甚至没有必要准备的中国企业贸然走进CBOT,面对这些实力雄厚、手段高超的国际“大鳄”们,自然就像绵羊出现在了豺狼面前。

中盛粮油折戟

在外盘期货交易中,许多中国企业成为了国际大鳄的美味佳肴,香港上市公司中盛粮油是最近的一个。

2005 年 7 月 15 日,对于香港上市公司中盛粮油工业控股有限公司的董事会主席廉华来说,可能将成为其一生中最为漫长的一天。在这短短一天时间里,他的资产缩水了近 2.5 亿港元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

镜头回转前一天，2005 年 7 月 14 日，在香港上市的中盛粮油发布公告称，自公布 2004 年全年业绩之后，因为一些非常不利的市场因素，公司财务表现受到重大影响。因此，公司董事会预计集团上半年的业绩将亏损。

香港股市迅速作出了反应，中盛粮油 7 月 15 日在股市中经历了从高空坠入地底的过程，作为持有公司 63.03%股权的大股东廉华，遭受重创。

随后，中盛粮油在向香港股票交易所送交的声明中说明了公司发布预亏公告的缘由。声明中称，作为国内精炼油方面位列前茅的巨头，其通过在国际市场上采购大豆毛油，加工的精炼大豆油在国内进行销售。由于原材料和产成品价格决定于国际国内两个市场，为了规避市场上价格波动的风险，中盛粮油在采购大豆毛油后，就利用 CBOT 大豆、豆油期货合约对冲。但是，让人没有想到的是：今年以来，CBOT 豆油期货一路走强，而内地大豆油现货价格却出现下跌。这一背离使得中盛粮油套期保值无功而返，而且在期货和现货市场都出现亏损。这种情况得到确认后，中盛已对大部分期货合约进行了平仓，造成了公司巨额亏损。

在公告中，中盛粮油即使忌讳宣布进行了多大规模的期货交易，但是业内人士还是可以大致估算出公司在 CBOT 大概抛空了 1 万手左右的豆油期货。

中盛粮油折戟国外期市的故事，不是第一件，也绝对不会是最后一件。1997 年的“株冶”事件，亏损了 14 亿元人民币，2004 年的中航油事件，亏损了 5.5 亿美元，还有中储棉巨亏，无数的中国企业纷纷成为国外“大鳄”餐桌上的美味佳肴。

前仆后继，却像飞蛾扑火。

累累亏损

我国企业参与外盘交易的主要目的是套期保值和跨市套利。近年来，除了各种套期保值引发的灾难外，跨市套利更是“套”出去了天

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

文数字的资金。

所谓跨市套利，是期货的常规交易方法之一，是在内外盘(如大连和 CBOT，上海和 LME)分别建立反向头寸，等到两部分头寸的盈利和亏损抵除后，若仍有利润余额的话，套利者就能赚钱。由此可看出，首先，这种套利要在两个市场分别建立方向相反的单向头寸，随行情变化自然就有一边头寸亏损，另一边盈利。其次，由于最终盈利是两市场盈和亏抵除后的结余，所以，如果单算亏的那一边头寸，其亏损金额比套利者的最后利润大得多，往往在十倍以上。这是正常的，于套利者无关紧要，且无法肯定内盘和外盘头寸哪一边会亏损或盈利。

我国不允许从事境外期货，只有少数达标企业具备在国际市场上规避风险的交易权，其他资金是通过各种渠道进入境外期货市场，所以，实际上很多套利还是灰色交易。但不管正规还是非正规渠道的资金，都只能用别人的交易平台进行二级甚至三级交易。这其中当然有大量国有资本。

中国铜市的跨市套利交易，从 1996 年的萌芽状况发展到现在，已形成庞大的套利群体，当套利规模量小时，内、外盘头寸谁盈谁亏并不确定。而在套利者尝到一些甜头后，套利规模逐渐放大。

至 2003 年，中国跨市套利者大规模正套，即买 LME 铜卖上海铜，到当年 11 月时外盘行情猛跌不止，其头寸暴亏过亿。但平仓后 LME 行情却又戏剧性地展开波澜壮阔地上涨。

2004 年初，中国跨市套利者又开始反向套利交易，即卖 LME 铜买上海铜，入场规模大约在 13 万至 15 万吨左右，到 6 月底继续增加至 20 万吨左右，8 月 13 日，伦敦期铜价创出 5 个月新高，据悉，这波行情是由国外基金对国内的跨市套利者发动的一次大挤仓，为此，我国套利者付出了外盘头寸损失人民币 14 亿的代价，而目的只是为了赚取千万数量级的内外盘差价。

套利者的行为并未罢休。2004 年 10 月开始，国内资本继续扩大反套规模，“中国头寸”在 LME 市场建仓至 30 万吨左右，有时还更多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至今年，每吨期铜在价格上的损失大约 800 美元；再加上每个月需要付出的其他成本，相关报道普遍认为，这些头寸大约损失在 60 亿左右，当然是被 LME 市场上的对手赚走了。尽管套利者可能最终通过赚取国内市场的钱博得一些差价，但在这种一再引起我国国内资本损失的前提下，差价已显得微不足道。

这些只是一部分例子，某国营企业曾在美国铜市场上遭受过亿美元的损失，以及大豆等品种上的套利也有天文数字的损失。同时，至今没有那一次大规模跨市套利是通过外盘盈利内盘亏损完成的，我们的大额外盘头寸一直延续着巨额亏损记录。统计显示，几年来跨市套利所有在外盘部分的小额盈利之和，达不到任何一次亏损的一半。

屡遭狙击

在外盘交易的“中国头寸”缺少取胜的战略基础，国内企业在外的头寸只要数量大，都像打上了标签一样买卖目的明确。

无论我们在外盘的交易是套期保值还是跨市套利，规模小时尚有盈利的可能，可为什么规模足够大时，中国头寸却总是成为别人狩猎对象？

业内一些人认为，这次中盛粮油事件与其他几次套期保值巨亏事件一样，是国内期货品种缺失，从而使国内企业缺乏一个锁定最终产品价格风险的期货合约，不得不去外面保值引起的。笔者认为，这不是根本上的问题。世界上农产品产销量大的众多国家也要做 CBOT 的交易，但并不是都拥有与 CBOT 交易所匹敌的期货市场，难道除了美国以外其他国家做套期保值就只能失败？农业国家那么多，不可能考虑都设立一个自己的“CBOT”。

还有人认为，原因之一是我国期市在国际市场定价方面缺少作为消费大国的声音。这有一定道理，但我们应该进一步想想，为什么我们没有相应的话语权？为什么我们的头寸总是成为别人狩猎对象？看看我国期货市场的现状，中国的农产品和金属消费量在世界上名列前茅，我们两大期货交易所的成交量仅次于 CBOT 和 LME，但是由于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保守政策的限制，使这个看似了不起的成交量并没有包含世界范围的交易者，不代表全球主要市场的意向，也就不具有太高的含金量，这怎能有定价权利？同时，我们只允许几家大企业可以参与外盘交易，“中国头寸”总是出自那几家单位的套期保值头寸，在外盘交易目的总是那么醒目、清晰，那么大的交易量还都要靠别人平台才能交易，商业秘密自然暴露无遗。这样的话，市场大鳄没有理由不把中国头寸作为狩猎对象。

我们不妨再看看其他几件事件。

1997 年株冶事件亏损 14 亿元人民币，2004 年的中航油事件亏损 5.5 亿美元。很多人把这些事件归结为监督缺位，这也是不争的事实。实际上，这些事件都存在一个致命的缺陷，那就是自己不能完全掌握交易平台。例如，中航油进行交易的渠道包括日本三井银行、法国兴业银行、英国巴克莱银行、新加坡发展银行和澳大利亚麦戈利银行在内的国际知名投行，上述公司既是交易信道，其实也是中航油的交易对手，虽然我们无法证实金融陷阱的存在，但中航油的交易对各大投行而言是没有商业秘密的，当年 10 月 26 日中航油砍仓认赔后，国际油价应声狂跌，两者之间的时间对应实在太完美了。

我们应该想到，这些巨额亏损仅归结为具体操作上的风险管理不当是不够的。如果仅是这种管理不当，“株冶事件”后陈久霖及其管理者不会不知道吸取教训。把这些亏损看作是中国人期货水平不够也不合事实，谁都知道巨额资产只可能交给市场的顶尖者操作，据说绝顶聪明的陈久霖就花了大价钱请了八个高手操盘。

跨市套利与上面的例子一样，都是通过各种二级甚至三级渠道代理进入外盘交易。唯一不同的是他们仗着是国内外市场套利，不怕国外的单边亏损，不顾国内资本通过套利的桥梁作用流向国外的事实。但这种更为死板的头寸，天生缺少灵活性，这又成了“大鳄”们更为方便的猎食理由。

所有的事例使我们不能不怀疑在外盘交易的“中国头寸”缺少了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

取胜的战略基础。由于“中国头寸”大都是套保或套利的原故，我们在外的头寸只要数量大，都像打上了标签一样买卖目的明确。从交易环境上说，我们没有自己的交易平台保障。

金融安全

在外盘头寸亏损的一致性下，通过跨市套利，国内期市的资金将会被源源不断地抽走。

几年来外盘期货导致的损失是巨大的，且目前根本无停止的迹象，发展下去足以引起国内资本的巨大灾难，也足以动摇我国的金融安全。

更危险的是，像跨市套利这种交易，在所谓“在商言商”的掩盖下，还未引起大家的足够重视。我们应该清醒地看到，套利者可以通过内外两个市场的差价来盈利，但如果这种在外面的头寸亏损具有一致性时，如果“在商言商”所涉及的利益足够大且危及国家金融安全时，性质就有质的变化，就必然还要考虑自己“言商”的本位——国家。在最市场化的美国，军火商们也没有因自己的市场利益而随便贩卖他们的产品。我们实力雄厚的套利者们怎能有权置国家总体利益而不顾呢？所以，允许这种“在商言商”是极其危险的。

在外盘头寸亏损一致性下，通过跨市套利，国内期市资金就会源源不断地被抽走。已有很多学者指出，今年我们期市萎缩的原因之一就是套利“套”出去了几十亿资金。同时，巨额的套利头寸在外盘被动地任人宰割，连连被挤兑，就会通过跨市套利的桥梁作用，影响到国内商品价格。这就使我们在价格影响力上严重失分，这与争取定价中心的战略思路完全相悖。

洗钱

由于我国企业的境外账户难以有效监督，难以杜绝某些人通过期货交易洗钱的可能性。

更紧迫的是，如果洗钱者利用目前的市场漏洞，盯上跨市套利的手段，将会更加严重地影响金融安全。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

堵上黑洞

种种问题，最终需要靠全面打通国内外期货市场来解决。仅仅对连连的巨亏在一贯以来的技术层次进行总结，将永远也找不到病根。

如果我们的市场管理规则能跟上已超前的大规模交易需要，允许期货公司搭建外盘市场的交易平台，同时不再害怕国外投资者自由交易我们的期货，就可以在国内外两个市场间随时拥有各种目的的交易和各种数量的头寸。这样，我们的头寸就不再是外盘市场中引人注目的一部分，我们的交易就有了更多的策略选择，就能真正得到平等的交易基础，内外市场就有了真正的全方位互动，内外市场的关联性就真正变得平滑、严实。同时，我们的巨量交易在别人市场中成为自然而普通的一部分，“中国头寸”才不会成为众人的狩猎对象。

到那时，我们世界第一的消费量才能自然地发挥作用。国外的金融大鳄与“中国头寸”合作引领市场就不成其为新闻，因为期货市场毕竟是建立在现货市场上的，最终并不是由资金决定市场行情，大鳄们当然希望利用这个根本的力量来引导市场，与我们合作当然就是其重要的参考之一。这样也会使定价权潜移默化地向中国转移。

当然，这个美好的前景不是短时间就能实现的，在这之前，巨额亏损的漏洞先得堵上。我们既然不具备大规模交易外盘的战略基础，管理者们应尽快限制在外盘的交易量，通过缩小“中国头寸”来减少风险。虽然这会引起一些需求的不便，但毕竟是暂时的，最终将靠全面放开国内外期货市场来解决根本问题。

如果再不改变现状，对连连的巨亏只在一贯以来的技术层次进行总结，将永远也找不到病根，亏损仍将成为习惯。

我们大声疾呼，请尽快亡羊补牢堵上黑洞吧！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后 记

股指期货是20世纪80年代发展起来的新型衍生金融工具，具有价格发现、风险规避和资产配置的功能，能够有效完善证券市场的功能与机制，规避股票市场的系统性风险。但由于股指期货具有流动性高、杠杆比例大的交易特点，交易者如果不重视风险管理，可能会导致巨额损失，如本书选编的一些期货投资案例。所以，对于交易的顺利进行和维护金融市场的稳定来说，股指期货风险管理是非常重要的。

目前，我国推出股指期货的条件已经基本具备。为了使我国的股指期货"高标准、稳起步"地平稳推出，在推出股指期货之前，我们选编了部分海外及国内期货市场的风险案例，希望本书能为即将参与我国股指期货交易的机构和个人带来一些启示。只有当投资者懂得如何控制风险时，股指期货的准备工作才算完成了。

特别感谢中国金融期货交易所组织编写这套丛书，并让我有幸参与其中一本书的编写工作。本书是在中国金融期货交易所董事会秘书惠湄女士的鼓励和支持下完成的，在此衷心感谢她一直以来对我的帮助。感谢市场部的杨继、何鹏，从案例的选择到书稿的成形，他们给了我非常多的有益建议，没有他们就没有本书的出版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

感谢深圳证券交易所衍生品小组的金立扬总监、于延超博士、孙培源博士、邢精平博士和陈建瑜博士，以及深圳证券信息公司董事副总经理傅德伟博士，他们对金融衍生产品的设计及风险控制有着非常深刻的理解，我在衍生产品领域的每一个进步都得益于他们的帮助和鼓励。

平安证券衍生产品部的张俊杰、麦秋虹和薛普为本书收集了大量资料并参与了部分编写工作，在此感谢他们，与他们共事令我非常愉快。还要感谢每一个花时间阅读早期书稿并给了我诚实反馈的良师益友，他们是平安证券综合研究所的高利、邵子钦、刘红、孙方红、郑武、窦泽云。

本书仅代表个人的观点。由于时间仓促，编写过程中难免存在遗漏与错误之处，请大家指正。

刘英华

2008 年 7 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融期货投资者教育丛书

股指期货基础教程
Stock Index Futures ABC

股指期货实战指南
Stock Index Futures Trading Guidance

画说股指期货
Stock Index Futures in Cartoon

期货投资经典案例
Case Studies on Futures Investment





www.ewen.cc
定价：39.00元